

Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

Mihaela Braut Filipović

PRAVNI POLOŽAJ I ODGOVORNOST DEPOZITARA UCITS FONDOVA



Mihaela Braut Filipović

**PRAVNI POLOŽAJ I ODGOVORNOST
DEPOZITARA UCITS FONDOVA**

Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci
Rijeka, 2015.

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

Monografija

© Copyright 2015
Mihaela Braut Filipović
Sva prava pridržana

Nakladnik
Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

Za nakladnika
prof. dr. sc. Eduard Kunštek

Recenzenti
prof. dr. sc. Edita Čulinović-Herc
prof. dr. sc. Saša Prelić

Lektorica
Dejana Golenko, prof.

Priprema i tisak
Grafika Helvetica, Rijeka

ISBN 978-953-8034-07-7

SADRŽAJ

PREDGOVOR.....	vi
POPIS KRATICA	ix
1.UVOD.....	1
2.PRAVNI ODNOSI IZMEĐU ULAGATELJA, DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE I DEPOZITARA U UCITS FONDOVIMA	13
2.1. <i>Pravni odnos između ulagatelja i društva za upravljanje kod UCITS fondova</i>	14
2.1.1. Pravna narav ugovora o ulaganju	15
2.1.2. Sklapanje ugovora o ulaganju	19
2.1.3. Pravila UCITS fonda kao sastavni dio ugovora o ulaganju	25
2.1.4. Sadržaj i opseg ugovora o ulaganju.....	30
2.1.5. Prestanak ugovora o ulaganju	37
2.2. <i>Pravni odnos između društva za upravljanje i depozitara</i>	46
2.3. <i>Pravni odnos između ulagatelja i depozitara</i>	53
2.3.1. Zaseban ugovor između ulagatelja i depozitara.....	53
2.3.2. Ugovor između društva za upravljanje i depozitara sklopljen u korist ulagatelja kao treće osobe.....	59
2.3.3. Pravni odnos između depozitara i ulagatelja na temelju zakona, tj. izvanugovorni pravni odnos	62
2.4. <i>Pravni status zasebne imovine UCITS fonda.....</i>	64
2.4.1. Stjecanje stvarnopravnog položaja ulagatelja i prava u odnosu na zasebnu imovinu fonda	69
2.4.2. Specifičnosti stvarnopravnog uređenja zasebne imovine UCITS fonda	73
2.4.3. Odvojenost zasebne imovine UCITS fonda od imovine depozitara i društva za upravljanje	75
2.4.3.1. Zaštita zasebne imovine UCITS fonda od neutemeljenih ovršnih zahtjeva.....	81
2.5. <i>Značajke udjela UCITS fonda kao nematerijaliziranog financijskog instrumenta</i>	85
2.5.1. Posebno o potvrdi o stjecanju udjela.....	96
2.6. <i>Pravni odnosi između ulagatelja UCITS fonda.....</i>	97
3.ULOGA DEPOZITARA U UCITS FONDOVIMA	100
3.1. <i>Ovlaštene osobe za obavljanje poslova depozitara UCITS fondova u Republici Hrvatskoj</i>	100
3.2. <i>Zaštitna uloga depozitara prema ulagateljima u investicijskom trokutu</i>	106
3.2.1. Izvori sukoba interesa između depozitara i ulagatelja	107
3.2.1.1. Pristup informacijama i položaj depozitara na tržištu kapitala	108
3.2.1.2. Kapitalna povezanost između depozitara i društva za upravljanje.....	114
3.2.1.3. Depozitar kao prodajni zastupnik društva za upravljanje u nudi udjela UCITS fondova za koje obavlja poslove depozitara	121
3.2.2. Dužnost depozitara da djeluje u isključivom interesu ulagatelja	129
3.2.2.1. Dužnost depozitara da poslove depozitara vodi odvojeno od ostalih poslova koje pruža kao kreditna institucija	131
3.2.3. Dužnost depozitara da djeluje nezavisno od društva za upravljanje	135
3.2.3.1. Organizacijska razdvojenost depozitara od društva za upravljanje	135
3.2.3.2. Personalna razdvojenost depozitara od društva za upravljanje	136
3.3. <i>Obveze depozitara prema ZOIFJP-u.....</i>	137
3.3.1. Pohrana i vođenje računa zasebne imovine UCITS fonda	137
3.3.1.1. Skrbnništvo nad financijskim instrumentima UCITS fonda.....	140
3.3.1.1.1. Pravna narav i sadržaj pravnog posla skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda	142
3.3.1.1.2. Određenje financijskih instrumenata UCITS fonda koje je depozitar dužan držati u skrbništvu	147

3.3.1.1.3. Način izvršavanja poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda	154
3.3.1.2. Potvrda i provjera zasebne imovine UCITS fonda	160
3.3.1.2.1. Određenje zasebne imovine UCITS fonda koju je depozitar dužan provjeravati i potvrđivati	160
3.3.1.2.2. Način izvršavanja poslova provjere i potvrde zasebne imovine UCITS fonda	161
3.3.1.3. Posebno o neplasiranim novčanim sredstvima UCITS fondova	162
3.3.1.4. Posebno o pravu depozitara da za svoj račun (ne) koristi zasebnu imovinu UCITS fonda	165
3.3.2. Kontrola nad izdavanjem i otkupom udjela UCITS fonda	168
3.3.3. Kontrola da se zasebna imovina UCITS fonda ulaže u skladu s odredbama ZOIFJP-a, provedbenim propisima te prospektom i pravilima UCITS fonda	171
3.3.4. Kontrola nad izračunom neto vrijednosti UCITS fondova i cijena njihovih udjela	174
3.3.5. Obveza depozitara da izvršava naloge društva za upravljanje u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda	177
3.3.6. Obveza depozitara u odnosu na korporativne akcije vezane uz zasebnu imovinu UCITS fonda	182
3.3.7. Zaprimanje uplata koje pripadaju zasebnoj imovini UCITS fonda i nadzor nad njihovom pravovremenošću	184
3.3.8. Kontrola da se prihodi i troškovi UCITS fonda koriste u skladu s odredbama ZOIFJP-a i prospektom UCITS fonda	186
3.3.9. Prijavljivanje HANFI težih prekršaja društva za upravljanje i suradnja s HANFOM i drugim ovlaštenim osobama	189
3.3.10. Obveza depozitara da postavlja tužbene zahtjeve prema društvu za upravljanje	191
3.4. Delegacija pravnih poslova depozitara trećim osobama	192
4. ODGOVORNOST DEPOZITARA I INSTRUMENTI ZAŠTITE ULAGATELJA U INVESTICIJSKOM TROKUTU	201
4.1. Razvoj odgovornosti depozitara UCITS fondova u pravnim izvorima Europske unije i Republike Hrvatske	202
4.2. Odgovornost depozitara UCITS fonda prema ulagateljima za povredu poslova depozitara prema ZOIFJP-u	211
4.2.1. Subjektivna odgovornost depozitara prema ulagateljima UCITS fonda	214
4.2.1.1. Pretpostavke odgovornosti depozitara	215
4.2.1.1.1. Štetna radnja i protupravnost štetne radnje	216
4.2.1.1.2. Šteta	217
4.2.1.1.3. Uzročna veza između štetne radnje i štete	222
4.2.1.1.4. Krivnja	225
4.2.1.2. Naknada štete	227
4.2.1.3. Oslobođenje od subjektivne odgovornosti depozitara prema ZOIFJP-u	228
4.2.1.4. Posebno o odgovornosti depozitara za kontrolu nad izračunom neto vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda	229
4.2.2. Objektivna odgovornost depozitara prema ulagateljima UCITS fonda	231
4.2.2.1. Pretpostavke odgovornosti depozitara	233
4.2.2.1.1. Šteta	234
4.2.2.2. Naknada štete	236
4.2.2.3. Oslobođenje od objektivne odgovornosti depozitara prema ZOIFJP-u	238
4.2.3. Posebno o ugovornom ograničenju ili isključenju odgovornosti depozitara prema ulagateljima UCITS fonda	242
4.2.4. Posebno o odgovornosti depozitara za delegirane poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda	243
4.2.4.1. Oslobođenje od odgovornosti depozitara u slučaju nužne delegacije poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda	247
4.2.5. Odgovornost depozitara kada nudi udjele UCITS fondova za koje ujedno obavlja i poslove depozitara	250
4.2.6. Prekršajna odgovornost depozitara	252
4.3. Instrumenti zaštite povrijeđenih prava ulagatelja prema depozitaru	255

4.3.1.	Pravo i obveza društva za upravljanje da u svoje ime ostvaruje prava ulagatelja prema depozitaru	257
4.3.2.	Pravo ulagatelja na izravnu tužbu protiv depozitara	260
4.3.2.1.	<i>Supsidijarnost prava na izravnu tužbu ulagatelja radi naknade štete protiv depozitara ...</i>	261
4.3.2.2.	<i>Pravo ulagatelja da traži naknadu štete od depozitara za svoj račun ili za račun zasebne imovine UCITS fonda</i>	263
4.3.2.2.1.	<i>Dosuđuje li se naknada štete u korist zasebne imovine UCITS fonda ili ulagateljima?</i>	268
4.3.2.3.	<i>Pravo ulagatelja na postavljanje kolektivnih tužbenih zahtjeva prema depozitaru</i>	272
4.4.	<i>Uloga depozitara pri ostvarivanju prava ulagatelja prema društvu za upravljanje</i>	288
4.4.1.	Temelj i elementi odgovornosti društva za upravljanje UCITS fondova prema ulagateljima	290
4.4.2.	Pravo i obveza depozitara da u svoje ime ostvaruje prava ulagatelja prema društvu za upravljanje	297
4.4.2.1.	Posebno o aktivnoj legitimaciji depozitara za arbitražno rješavanje sporova između ulagatelja i društva za upravljanje	302
4.4.3.	Uloga kompenzacijskih shema za ostvarivanje prava ulagatelja prema depozitaru <i>de lege ferenda</i>	306
5.	ZAKLJUČCI	313
	POPIS LITERATURE	325
	ABECEDNO KAZALO POJMOVA	348

PREDGOVOR

Knjiga je rezultat obranjene doktorske disertacije pod naslovom “*Pravni položaj i odgovornost depozitara otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom*”. Nadopunjena je analizom izmjena Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 143/14).

Doktorski rad izrađen je pod mentorstvom prof. dr. sc. Edite Čulinović-Herc i prof. dr. sc. Petra Miladina, a obranjen je 11. prosinca 2014. godine pred stručnim povjerenstvom u sastavu Akademika Jakše Barbića, prof. dr. sc. Edite Čulinović-Herc, prof. dr. sc. Petra Miladina, prof. dr. sc. Hrvoja Markovinovića i prof. dr. sc. Nine Tepeš.

U knjizi su analizirani otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom ili tzv. UCITS (*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*) fondovi. Položaj malih ulagatelja u UCITS fondovima pojavljuje se kao sve važnije pitanje zbog popularnosti UCITS fondova i na hrvatskome tržištu kapitala, gdje strukturu ulagatelja gotovo 90% čine upravo mali ulagatelji. Stoga su postavljene hipoteze analizirane iz aspekta zaštite malih ulagatelja prema depozitaru i društvu za upravljanje UCITS fondom, a s ciljem poboljšanja njihovog položaja.

Uz pozitivnopravne propise Republike Hrvatske, gdje je ključni pravni izvor Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom koji je stupio na snagu 1. srpnja 2013. godine, analizirani su i pozitivnopravni propisi koji uređuju materiju UCITS fondova na razini Europske unije i nacionalnih prava Njemačke, Austrije, Slovenije i Francuske u odgovarajućim dijelovima. Posebno je obrađena pravna literatura njemačkih i austrijskih autora u kojima se analiziraju privatnopravni postulati investicijskih fondova koji nemaju pravnu osobnost.

Knjiga je, pored uvoda i zaključka, podijeljena u tri poglavlja. U prvome se obrađuju pravni odnosi između ulagatelja, društva za upravljanje i depozitara UCITS fondova. Tek analizom privatnopravnih odnosa između navedenih subjekata koji tvore tzv. investicijski trokut, moguće je odrediti položaj malih ulagatelja te mehanizam zaštite ulagatelja prema društvu za upravljanje i depozitaru. U drugome se poglavlju obrađuje uloga depozitara UCITS fonda, gdje se pored pojedinih obveza depozitara u odnosu na UCITS fond, obrađuju i mogući sukobi interesa na štetu ulagatelja, kao i analiza jesu li isti u praksi razriješeni. U trećemu se obrađuje odgovornost depozitara prema ulagateljima i instrumenti zaštite ulagatelja u

investicijskom trokutu. Analizira se jesu li dostupni mehanizmi zaštite učinkoviti u praksi, te izlažu se *de lege ferenda* prijedlozi s ciljem poboljšanja položaja malih ulagatelja.

Ova knjiga namijenjena je praktičarima s ciljem davanja šire slike investicijskog posla UCITS fondova, uz pregled komparativnih rješenja u odgovarajućim dijelovima. Također, namijenjena je i ulagateljima radi boljeg razumijevanja njihovog položaja u okviru UCITS fondova, te pruža razradu mehanizama koji ulagateljima stoje na raspolaganju u slučaju da im nastane šteta kao posljedica povrede društva za upravljanje ili depozitara.

Naposljetku, iskreno se zahvaljujem prof. dr. sc. Editi Čulinović-Herc i prof. dr. sc. Petru Miladinu na znanstvenom entuzijazmu i potpori pri pisanju doktorskog rada. Posebno se zahvaljujem i Max-Planck Institutu za komparativno i međunarodno privatno pravo u Hamburgu (Njemačka) i European University Institutu u Firenci (Italija) koji su mi omogućili boravak u svojim knjižnicima i prikupljanje neophodnih izvora za izradu rada.

Od srca se zahvaljujem cijeloj svojoj obitelji koja je cijelo vrijeme stajala uz mene i bodrila me, te često razumjela ono što sam osobno tek trebala naučiti.

U Rijeci, 20. svibnja 2015.

Dr. sc. Mihaela Braut Filipović

Damiru,
Za tebe, ki me nosiš

POPIS KRATICA

AIF – alternativni investicijski fond, alternative investment funds

AIFM – Alternative Investment Fund Manager

AIMA - Alternative Investment Management Association

BGB - Bürgerliches Gesetzbuch

Bilj. - bilješka

d.d. - dioničko društvo

d.o.o. društvo s ograničenom odgovornošću

ECB - Europska središnja banka

Et al. – et alii (i drugi)

EU – Europska unija

HANFA - Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HNB - Hrvatska narodna banka

InvFG - Investmentfondsgesetz

InvG – Investmentgesetz

Izd. - izdanje

KAGB - Kapitalanlagegesetzbuch

KAGG - Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften

KapMuG - *Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz*

Nacrt ZOIFJP – Nacrt zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom

Op. cit. – opere citato (ponovno citirano)

OUP - opći uvjeti poslovanja

OZ - Ovršni zakon

str. - stranica

SZ – Stečajni zakon

UCITS - Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities

Ur. - urednik

ZAIF - Zakon o alternativnim investicijskim fondovima

ZBB - Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft

ZIF 95 – Zakon o investicijskim fondovima iz 1995. godine

ZIF 05 - Zakon o investicijskim fondovima iz 2005. godine

ZISDU-2 - Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje

ZKI – Zakon o kreditnim institucijama

ZOD – Zakon o osiguranju depozita

ZOIFJP - Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom

ZOO - Zakona o obveznim odnosima

ZOUP - Zakon o općem upravnom postupku

ZPP – Zakon o parničnom postupku

ZTD - Zakon o trgovačkim društvima

ZTK - Zakon o tržištu kapitala

ZTVP - Zakon o tržištu vrijednosnih papira

ZVDSP - Zakon o vlasništvu i drugim stvarnim pravima

WpHG – Wertpapierhandelsgesetz

WM - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht

1. UVOD

Tržište kapitala Republike Hrvatske spada pod tržište kapitala Europske unije (dalje u tekstu: EU). Razvoj EU tržišta kapitala izravno je utjecao na hrvatsku fondovsku industriju, posebice nakon što je Republika Hrvatska postala državom članicom EU-a 1. srpnja 2013. godine. Za stvaranje jedinstvenog EU tržišta kapitala, pored ekonomskog, bilo je potrebno postaviti i pravni okvir na razini EU-a, čime se htjelo omogućiti priljev novog kapitala, konkurirati na globalnoj razini, a posredno osnažiti i gospodarstva država članica.¹

Prva inicijativa za stvaranjem jedinstvenog tržišta kapitala EU-a započela je 1977., u dokumentu *Recommendation concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities*,² što je rezultiralo prvim zakonodavnim aktom – Direktivom 79/279/EEC.³ Razdoblje nakon toga obilježio je *White Paper on the completion of the internal market* usvojen 1985. godine,⁴ u okviru čega je donesena i prva UCITS Direktiva.⁵

UCITS I Direktivom stvorena je zakonodavna osnova za uvođenje otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom ili, tzv. UCITS fondova (*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*).⁶ Svi ostali fondovi na EU tržištu kapitala spadaju u skupinu alternativnih investicijskih fondova (dalje u tekstu: AIF) ili, tzv. ne-UCITS fondova. UCITS I Direktiva do sada je izmijenjena i nadopunjena UCITS III. Direktivama,⁷ UCITS IV.

¹ Pregledno o razvoju EU tržišta kapitala vidi u Veil, R., *Foundations of Capital Markets Legislation in Europe*, u Veil, R. (ur.), *European Capital Markets Law*, Oxford, 2013.

² Recommendation 77/534/EEC, OJ L 212/37, 20.8.1977.

³ Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing, OJ L 66, 16.3.1979, str. 21–32.

⁴ Commission of the European Communities, *Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council*, COM (85) 310, Brussels, 14. 7. 1985.

⁵ Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS I Direktiva), OJ L 375, 31.12.1985, str. 3–18, (dalje u tekstu: UCITS I Direktiva).

⁶ Vidi u: Moloney, N., *How to protect investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, 2010., str. 6. Moloney argumentira da se integraciju EU tržišta kapitala provelo na način da se je s jedne strane liberaliziralo EU tržište kapitala ukidajući mogućnost država članica da predvide vlastiti ograničavajući režim za prekogranična trgovanja, a s druge istovremeno postavljajući minimalnu harmonizaciju prava koja znatno olakšava prekogranična trgovanja i tako jača i integrira EU tržište kapitala. UCITS direktive upravo su to i napravile za UCITS fondove.

⁷ Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities with a view to regulating management companies and simplified prospectuses, OJ L 41, 13.2.2002, str. 20–34 (dalje u tekstu: (UCITS III Direktiva o upravljanju); Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities, with regard to investments of UCITS, OJ L 41, 13.2.2002, str. 35–42 (dalje u tekstu: UCITS III Direktiva o proizvodu).

Direktivom,⁸ te UCITS V. Direktivom⁹ koja stavlja poseban naglasak na položaj depozitara i njegovu privatnopravnu odgovornost za povredu preuzetih obveza prema ulagateljima. Priprema se i izrada prijedloga UCITS VI Direktive u okviru čega se raspravlja, između ostaloga, o stvaranju, tzv. europske putovnice depozitara.¹⁰

Razvoj pravne regulative investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj možemo podijeliti u tri etape.

Prva etapa započela je 1995. godine kada je donesen prvi Zakon o investicijskim fondovima (dalje u tekstu: ZIF 95).¹¹ Iste godine osnovana je i Komisija za vrijednosne papire Republike Hrvatske (dalje u tekstu: Komisija),¹² čija je glavna zadaća bila nadzirati trgovanje vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj, u što je ulazilo i poslovanje investicijskih fondova. Međutim, kao godina stvarnog razvoja investicijskih fondova navodi se 1997. kada je donesen i Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima.¹³ Iako ZIF 95 nije obuhvaćao sve vrste investicijskih fondova koji danas postoje u Republici Hrvatskoj, već je tada uveo i regulirao otvorene investicijske fondove s javnom ponudom.¹⁴ Prvo društvo za upravljanje investicijskim fondovima osnovano je 1997., a to je društvo osnovalo i prvi otvoreni investicijski fond s javnom ponudom.¹⁵

⁸ Direktiva 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 13. srpnja 2009. o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) (preinačena), SL L 302, 17.11.2009, str. 32–96 (dalje u tekstu: UCITS IV Direktiva).

⁹ Direktiva 2014/91/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 23. srpnja 2014. o izmjeni Direktive 2009/65/EZ o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) u pogledu poslova depozitara, politika nagrađivanja i sankcija, SL L 257, 28.08.2014, str. 186–213 (dalje u tekstu: UCITS V Direktiva). Direktivom su usvojena rješenja predložena u Prijedlogu za UCITS V Direktivu, uz određene amandmane. S obzirom na to da je ZOIFJP donesen u vrijeme kada je UCITS V Direktiva bila tek u fazi prijedloga, navedeni prijedlog bio je ključan orijentir za nova rješenja hrvatskoga zakonodavaca. Vidi Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions, COM(2012) 350/2 (dalje u tekstu: Prijedlog UCITS V Direktive).

¹⁰ Vidi European Commission, Consultation Document UCITS – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long – term investments, Brussels, 26. 7. 2012., http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/ucits/ucits_consultation_en.pdf (7. travnja 2014) (dalje u tekstu: Consultation Document UCITS – Product Rules).

¹¹ NN 107/95, 12/96, 114/01.

¹² Komisija je osnovana Zakonom o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima (NN 107/95, 142/96, 87/00).

¹³ NN 109/97, 114/01, 140/05. Tako je 1997. godine u Republici Hrvatskoj bilo osnovano 7 privatizacijskih fondova. O sudjelovanju investicijskih fondova u procesu privatizacije od državnog u privatno vlasništvo u 90-ima vidi više u: Jurić, D., Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj, Financijska teorija i praksa, 29 (4), 2005., str. 388-390; Čulinović-Herc, E., Položaj (kvalificiranih) ulagatelja i novi oblici ulaganja prema Zakonu o investicijskim fondovima, Zbornik Pravnog Fakulteta u Zagrebu, 56, 2006, str. 51-56.

¹⁴ Čl. 27. ZIF 95.

¹⁵ Podatci o razvoju tržišta investicijskih fondova neposredno nakon donošenja ZIF-a 95 dostupni su iz godišnjih izvještaja o radu Komisije za vrijednosne papire Republike Hrvatske. Vidi Izvješće o radu za razdoblje od osnivanja do 31.12.1997. godine i za prvo polugodište 1998. godine, http://hidra.srce.hr/arhiva/74/74/www.crosec.hr/izvjesca/GI_KVPRH_1997_8.pdf, 20.08.2014. Kao prvo društvo

Druga etapa razvoja započela je 2005. godine kada je donesen novi Zakon o investicijskim fondovima (dalje u tekstu: ZIF 05),¹⁶ a koji je stupio na snagu 1. siječnja 2006. Njime je hrvatsko zakonodavstvo usklađeno s propisima UCITS III Direktive, a unesene su i nove vrste investicijskih fondova, kao što su otvoreni investicijski fondovi s privatnom ponudom i nekretninski fondovi.¹⁷ Dakle, ZIF 05 uređivao je UCITS fondove kao i AIF-ove. Usporedno s donošenjem ZIF-a 05, osnovana je i Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: HANFA),¹⁸ koja je zamijenila Komisiju. U nadležnost HANFE dan je nadzor nad tržištem kapitala, što uključuje i poslovanje investicijskih fondova, društva za upravljanje i depozitara.

Treća etapa označava najnovije zakonodavne izmjene. Donesena su dva nova zakona o investicijskim fondovima, u kojima je materija iz ZIF-a 05 podijeljena na UCITS fondove i na AIF-ove. Tako su 25. siječnja 2013. godine usvojeni Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (dalje u tekstu: ZOIFJP),¹⁹ koji obrađuje UCITS fondove i Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (dalje u tekstu: ZAIF),²⁰ koji uređuje AIF-ove. Oba zakona stupila su na snagu danom pristupanja Republike Hrvatske u EU,²¹ odnosno 1. srpnja 2013. godine.

Time se hrvatsko zakonodavstvo uskladilo s UCITS IV i AIFM Direktivom.²² Rok za usklađivanje s UCITS V Direktivom je 18. ožujka 2016. godine.²³

Glavna značajka otvorenog investicijskog fonda s javnom ponudom, tj. UCITS fonda jest da se zasniva na *open-end* načelu, što znači da ulagatelji imaju pravo u svako doba tražiti otkup svojih udjela, te tako istupiti iz fonda.²⁴ UCITS fond se osniva s ciljem prikupljanja

za upravljanje navodi se KAPTOL investicijsko društvo d.o.o., koje je osnovalo prvi otvoreni investicijski fond u Republici Hrvatskoj pod imenom KAPTOL PROINVEST.

¹⁶ NN 150/05.

¹⁷ O novim vrstama investicijskih fondova koje je ZIF 05 unio u Republiku Hrvatsku vidi više u: Čulinović-Herc, E., Pravno uređenje i nove vrste investicijskih fondova, Zbornik 40. susreta pravnika, Opatija, 2007.

¹⁸ HANFA je osnovana Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, NN 140/05, 12/12.

¹⁹ NN 16/13, 143/14. Nacrt ZOIFJP-a bio je objavljen za javnu raspravu, koja je trajala do 15. kolovoza 2012., a kojom su izvršene određene izmjene u ZOIFJP-u o kojima će biti više rečeno kasnije kroz rad. Sam tekst nacrta dostupan je na <http://www.mfin.hr/hr/novosti/otvorena-rasprava-o-nacrtu-prijedloga-zakona-o-investicijskim-fondovima-201> (13.8.2014.).

²⁰ NN 16/13.

²¹ Čl. 389. ZOIFJP-a; čl. 329. ZAIF-a.

²² 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 L 174, 01.07.2011, str. 1–73 (dalje u tekstu: AIFM Direktiva).

²³ Čl. 2. UCITS V Direktive.

²⁴ Čl. 237. st. 2. ZOIFJP-a. Suprotno od *open-end* načela, *closed-end* načelo ne dopušta ulagateljima da traže povrat svojih udjela iz imovine fonda. *Open-end* načelo svoje korijene ima u angloameričkom pravu, kao što i cijeli koncept investicijskih fondova počiva na angloameričkom *trustu*. O utjecaju angloameričkog trusta na formiranje investicijskih fondova u kontinentalnoj Europi, vidi: Ohl, K., Die Rechtsbeziehungen innerhalb des Investment-Dreiecks, Berlin, 1989., str. 14. Baur, J., 7. Kapitel. Investmentgeschäfte, u Assmann, H-D., Schütze,

novčanih sredstava javnom ponudom, a prikupljena sredstva se dalje ulažu u skladu sa ZOIFJP-om, te prospektom i pravilima UCITS fonda.²⁵ UCITS fondovi mogu staviti isključivo javnu ponudu,²⁶ što znači da u njih mogu ulagati profesionalni i mali ulagatelji.

Prednosti kolektivnog oblika ulaganja (kao što su UCITS fondovi) su manji troškovi za ulagatelja te diversifikacija portfelja fonda koju si mali ulagatelj ne bi mogao priuštiti, a čime se najučinkovitije smanjuju rizici ulaganja.²⁷ Za malog je ulagatelja ključno iskoristiti znanje i stručnost osobe profesionalca,²⁸ koja će za njegov račun upravljati uložnim sredstvima na tržištu kapitala u skladu s dogovorenim pravilima o ulaganju i stupnju rizičnosti koji je voljan snositi, dok će tržište kapitala kroz ta ulaganja rasti.²⁹

U Republici Hrvatskoj, UCITS fondovi se mogu osnovati samo kao fondovi bez pravne osobnosti, i to upravo radi provedbe *open-end* načela. Naime, Republika Hrvatska ne poznaje fond koji bi imao pravnu osobnost dioničkog društva s varijabilnim kapitalom, te shodno tome omogućavao svakodobni otkup udjela ulagatelja/dioničara kao što je slučaj u Njemačkoj,³⁰ Francuskoj³¹ i Luksemburgu.³²

R. A. (ur.), *Handbuch des Kapitalanlegerechts*, 3. izdanje, München, 2007., Rbr. 7. Vezano uz *open-end* načelo, Canaris objašnjava da je njegova svrha omogućiti ulagateljima da jednom kupljeni udio mogu otkupiti od samog fonda, tj. od imovine fonda, bez potrebe da ga nude na organiziranom tržištu. Međutim, ulagatelji i dalje zadržavaju pravo prodaje svog udjela trećim osobama, što je neupitno s obzirom na to da je udio prenosivi financijski instrument. Canaris obrazlaže da je primjer za situaciju kada bi ulagatelj preferirao prodaju udjela trećim osobama od otkupa udjela od fonda, kada fond više ne bi izdavao nove udjele, a postojala bi potražnja za udjelima fonda. Tada bi ulagatelj mogao postići bolju cijenu za svoj udio prodajom trećim osobama od otkupa udjela od fonda. Vidi Canaris, C-W, *Bankvertragsrecht*, u *Handelsgesetzbuch Großkommentar*, Dritter Band, 3. Teil, 2. izdanje, Berlin, 1981., Rbr. 2338. Također vidi: Čulinović-Herc, E., UCITS fondovi i položaj ulagatelja, u Čulinović-Herc, E. (ur.), *Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala*, Rijeka, 2013., str. 105.

²⁵ Čl. 237. st. 1. ZOIFJP.

²⁶ Čl. 3. st. 1. t. 2.a ZOIFJP. Prema čl. 3. st. 1. t. 31. ZOIFJP-a, javna ponuda je određena kao: „...svaka obavijest dana u bilo kojem obliku i uporabom bilo kojeg sredstva, koja sadrži dovoljno informacija o uvjetima ponude i o ponuđenim udjelima u investicijskim fondovima, da se na temelju istih ulagatelj može odlučiti na upis tih udjela.“

²⁷ Vidi Moloney, N., op. cit. u bilj. 6., str. 138-139. Također Köndgen, J., Schmies, C. M. A., § 113. *Investmentgeschäft*, u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), *Bankrechts – Handbuch*, Band II, 4. Auflage, München, 2011., Rbr. 1 i dalje.

²⁸ Na donošenje investicijske odluke utječu mnogi čimbenici, između kojih se ističu prinosi koje fond ostvaruje. Vidi Zheng, L., *The Behavior of Mutual Fund Investors*, u Thakor, A. V., Boot, A. W. A. (ur.), *Handbook of Financial Intermediation and Banking*, Amsterdam, 2008., str. 261 i dalje. Tako se na internetskim stranicama društava za upravljanje u pravilu može pronaći grafikon o prinosima fonda kroz određeno razdoblje, kao i podatci o uspješnosti fonda.

²⁹ Temeljnim načelima investicijskog posla smatraju se: kolektivno ulaganje (*Prinzip der Kollektivanlage*), upravljanje tuđom imovinom (*Prinzip der Fremdverwaltung*) i raspodjela rizika (*Prinzip der Risikodiversifizierung*). Vidi o tome u: Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky/Bunte/Lwowski, op. cit. u bilj. 27., Rbr. 1-7; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2325-2327. Za privatno, tj. individualno upravljanje portfeljem vidi: Miladin, P., *Temeljni pravni i ekonomski okvir privatnog upravljanja imovinom*, Zbornik radova / Drugi skopsko-zagrebački pravni kolokvij, Skopje, 2009.

³⁰ Radi se o njem. *Investmentaktiengesellschaft mit veränderliches Kapital*, § 108 KAGB-a i dalje. O fondu s pravnom osobnošću dioničkog društva (*Investmentaktiengesellschaft*) vidi općenito: Gruhn, A. M., *Die deutsche Investmentaktiengesellschaft, Ein Investmentfondsprodukt im Mantel einer Aktiengesellschaft*, Berlin, 2011.

³¹ Radi se o fr. *Société d'investissement à capital variable* (SICAV), Article L214-4 Code monétaire et financier. Vidi ukratko pregled francuskih UCITS i ne-UCITS fondova u: Frase, D., *Law and regulation of investment*

UCITS fondove smatra se iznimno uspješnim financijskim proizvodom, što najjasnije pokazuje podatak da čak cca 75% imovine u fondovskoj industriji na razini EU-a otpada na imovinu uloženu u UCITS fondove.³³ U široj slici, europski investicijski fondovi raspolažu znatno manjim kapitalom u odnosu na konkurentne američke investicijske fondove.³⁴

Hrvatsko tržište kapitala još je manje. Dok je za EU procijenjeno da se uložena imovina u UCITS fondove kreće oko 48, 7 bilijuna eura,³⁵ u Republici Hrvatskoj za 2014. godinu iznosi tek 12.267.347 tisuća kuna.³⁶ No, UCITS fondovi ostaju dominantan oblik ulaganja i za hrvatske ulagatelje, što se vidi usporedbom visine imovine uložene u UCITS i u AIF-ove.³⁷ To jasno govori o značaju UCITS fondova na domaćem i EU tržištu investicijskih fondova.³⁸

management, London, 2011., str. 548. Također vidi: Čulinović-Herc, E., Grković, N., Povijesni razvoj i pravni izvori, u Čulinović-Herc, E. (ur.), Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, Rijeka, 2013., str. 49 i dalje.

³² Radi se o luks. *Société d'investissement à capital variable* (SICAV), čl. 25. Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif. Prema luksemburškom pravu, UCITS fondovi (luks. *organisme de placement collectif en valeurs mobilières soumis à la directive 2009/65/CE*) mogu biti osnovani u dvije različite pravne forme. Prvi je, tzv. FCP (*fonds commun de placement géré par une société de gestion*) koji se smatra ugovornim tipom fonda i već spomenuti SICAV, koji se smatra statutarnim tipom fonda, tj. koji ima pravnu osobnost. Vidi čl. 2. st. 3. Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et portant transposition de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), Mémorial A No. 5. (dalje u tekstu: Loi du 17 décembre 2010.). Za općeniti pregled luksemburških UCITS i ne-UCITS fondova vidi više u: Kremer, C., Lebbe, I., Les organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois, Bruxelles, 2007. Također vidi: Čulinović-Herc, E., Grković, N., op. cit. u bilj. 31., str. 46 i dalje.

³³ Vidi Klebeck, U., Interplay between the AIFMD and the UCITS, u Zetzsche, D. (ur.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, Kluwers Law International, 2012., str. 78. Također vidi: Report of a CEPS-ECMI Task Force, Puring Old Wine Into New Skins? UCITS and Asset Management in the EU after MiFID, Brussels, 2008., str. 10. EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*) na svojim internet stranicama redovito objavljuje statističke podatke vezano uz omjer imovine uložene u UCITS i u ne-UCITS fondove na tržištu kapitala, kao i podatke o količini imovine uložene u UCITS fondove. Vidi na internet stranici EFAME, <http://www.efama.org/statistics/SitePages/Statistics.aspx>, 10. svibnja 2014.

³⁴ Iz toga je razloga EU zakonodavac u UCITS IV Direktivi poseban naglasak stavio na postupak spajanja i pripajanja UCITS fondova, kao i stvaranja struktura, tzv. glavnih i napajajućih (*master-feeder*) fondova, a sve kako bi UCITS fondove učinio konkurentnijima na svjetskom tržištu kapitala.

³⁵ Vidi dostupne statističke podatke objavljene na internet stranici EFAME, http://www.efama.org/Publications/Statistics/Monthly/Monthly%20Fact%20Sheets/EFAMA_Monthly_Fact_Sheet_February_2014.pdf, 10.5.2014.

³⁶ Vidi dostupne statističke podatke objavljene na internet stranici HANFE za imovinu UCITS fondova, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html#section3>, 10.5.2014.

³⁷ Vidi dostupne statističke podatke objavljene na internet stranici HANFE za imovinu alternativnih investicijskih fondova, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html#section3>, 10.5.2014.

³⁸ Nakon financijske krize iz 2008. godine, u okviru UCITS zakonodavstva zabilježen je i trend da su menadžeri alternativnih investicijskih fondova, napose, tzv. *hedge* fondova, prepoznali da u okviru UCITS zakonodavstva, mogu plasirati i tzv. *UCITS funds of hedge funds*. Tijekom 2012. godine zabilježeno je čak 750 takvih fondova, koji su se uglavnom osnivali u Luksemburgu, Irskoj i Francuskoj. Ovakvi se fondovi temelje na dopuštenim strategijama ulaganja iz UCITS III Direktive o proizvodu koja je značajno proširila moguće strategije ulaganja kao i financijske instrumente u koje UCITS fondovi mogu ulagati. Time je industrija UCITS fondova dobila novi zamah i važnost u cjelokupnoj fondovskoj industriji EU-a. Vidi: Zanolin, L., UCITS Funds of Hedge Funds – The New Panacea, u Gregoriu, G. N. (ur.), Reconsidering Funds of Hedge Funds, The Financial Crisis and Best Practices in UCITS, Tail Risk, Performance, and Due Diligence, Elsevier Inc., 2013., str. 92 i dalje. O pojavi,

UCITS fondovi namijenjeni su primarno, tzv. malim ulagateljima (*retail investors*),³⁹ koji inače nisu sudjelovali na tržištima kapitala bilo zbog nedovoljnog znanja i stručnosti ili jer nisu imali pristup financijskim proizvodima koji su se nudili. Regulatornim inicijativama, kao što je UCITS zakonodavstvo, nastoji se prijeći na tzv. „*market-based financial system*“ gdje se tradicionalne štediše u bankama usmjerava k ulaganju na tržište kapitala.⁴⁰ Pri tomu je naglasak stavljen na zaštitu malih ulagatelja kada ulažu u financijske proizvode.

Postavilo se pitanje zašto štititi male ulagatelje, kada je za tržište kapitala karakteristična sloboda ulagatelja da sami donose investicijske odluke⁴¹ i snose rizike tih ulaganja.⁴²

tzv. „newcits“ vidi pregledno: Johannsen, K. R., *Jumping the Gun: Hedge funds in search of capital under UCITS IV*, *The Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 5 (2), 2011.

³⁹ O razvoju tržišta kapitala EU vidi: Report by a Group of Experts Appointed by the EEC Commission: *The development of European Capital Market, (Segré Report)*, 1966, <http://www.steuernrecht.jku.at/gwk/Dokumentation/Steuerpolitik/Gemeinschaftsdokumente/EN/Segre.pdf>, 10. kolovoza 2014. U njemu se navodi da se tržište kapitala primarno razvijalo između profesionalnih ulagatelja, a tek kasnije došlo je orijentacije i na tzv. male ulagatelje. Osiguranje, tzv. malih ulagatelja i unaprjeđenje tržišta kapitala kojemu mali ulagatelji imaju pristup postaje vodeći cilj u financijskom planu EU-a. Vidi: European Commission: *White Paper - Financial Services Policy 2005-2010*, COM/2005/0629 final, http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/133225_en.htm, 4.3.2013.

Također, vidi European Commission: *Green Paper on Retail Financial Services in the Single Market*, COM(2007) 226 final, http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/com/2007/com2007_0226en01.pdf, 4.3.2013.

⁴⁰ Vidi pregledno o razvoju EU tržišta kapitala u odnosu na razvoj tržišta kapitala u SAD-u u: Marcacci, A., *Protecting Investors in Financial Times, The Design and Functioning of the Legal Protection of Retail Investors* (Doktorska disertacija), Firenca, 2013., str. 81 i dalje. Tako se od regulatorne orijentacije na tzv. „*prudent saver*“ ili opreznog štediše koji je u bankovno orijentiranom sustavu u pravilu polagao novčana sredstva na štednju i ostvarivao povoljnije kamate prešlo na „*retail investor*“ ili malog ulagatelja koji je počeo sve aktivnije sudjelovati u ulaganjima u financijske proizvode koji su se nudili na tržištu kapitala. Vidi: Moloney, N., *Building a Retail Investment Culture through Law: the 2004 Markets in Financial Instruments Directive*, *European Business Organization Law Review*, 6, 2006., str. 353.

⁴¹ Osim s pravnog aspekta, donošenje odluke o ulaganju na tržištu kapitala, odnosno donošenje investicijske odluke predmet je istraživanja i brojnih socioloških i psiholoških studija. Iako to nije predmet istraživanja ove teze, upućuje se na zanimljive radove u knjizi: Brocas, I., Carrillo, J. D. (ur.), *The Psychology of Economic Decisions, Volume I: Rationality and Well-Being*, Oxford, 2003. Također, vidi: Bondt, W., *The Values and Beliefs of European Investors*, u Cetina, K.K., Preda, A. (ur.), *The Sociology of Financial Markets*, Oxford, 2005.

⁴² Moloney smatra da se radi o određenom političkom kompromisu usko povezanim s procesom integracije tržišta kapitala EU-a. Vidi Moloney, N., op. cit. u bilj. 6., str. 45 i dalje. Više o raspravi o (de)regulaciji financijskog tržišta vidi: Gatt, A., *Regulation, Deregulation, Reregulation – The Future of the Banking, Insurance and Securities Industry*, New York, 1994. Zaštitom interesa malih ulagatelja, države izražavaju određeni protekcionizam prema toj interesnoj skupini. Protekcionizam u određenim slučajevima može biti legitiman i važan razlog intervencije zakonodavca. Vidi: Ogus, A. I., *Regulatory Paternalism: When is it Justified*, u Hopt, K. J., Wymeersch, E., Kanda, H., Baum, H. (ur.), *Corporate Governance in Context*, Oxford, 2005.; Cartwright, P., *Banks, Consumers and Regulation*, Portland/Oregon, 2004., str. 19. S obzirom na položaj ulagatelja kao stranke koja ima manje znanja i informacija u odnosu na financijske posrednike, moglo bi se argumentirati da tu dolazi do zaštite slabije strane. S druge strane, cilj koji EU zakonodavac najviše ističe je zadobivanje povjerenja malih ulagatelja u EU tržište kapitala, što se očekuje da će pridonijeti razvoju gospodarstava država članica EU-a, ali i da će pridonijeti socijalnoj sigurnosti s obzirom na to da je opći trend da se državljane EU danas potiče da sami stvaraju financijsku sigurnost za svoju mirovinu. U potonjem slučaju, državljani su sve više orijentirani na ulaganje u određene financijske instrumente kako bi mogli osigurati zadovoljavajuća primanja u mirovini. Stoga je još izraženija potreba za stvaranjem što sigurnijeg financijskog proizvoda kao što je UCITS fond, koji bi se u tom smislu nudio malim ulagateljima na tržištu. S aspekta francuskog prava vidi: Vauplane, H., Bornet, J.-P., *Droit des Marchés Financiers*, Paris, 1998., str. 799. Za luksemburško pravo vidi: Kremer, C., Lebbe, I., op. cit. u bilj. 32., str. 23.

Tradicionalni odgovor jest zaštita povjerenja ulagatelja u tržište kapitala, jer bez ulagatelja ono ne bi postojalo.⁴³ S time su povezana i ozbiljna makroekonomska pitanja i stabilnost gospodarstva suvremenih država.⁴⁴

Zaštita ulagatelja jasno je postavljena još 1996. godine kao cilj u tzv. *Green Paper on Financial Services Consumers*.⁴⁵ To je i jedan od osnovnih ciljeva ESME (*European Securities and Markets Authority*), koja, između ostaloga, na svojoj internet stranici objavljuje upozorenja malim ulagateljima o uočenim rizicima ulaganja na EU tržištu kapitala.⁴⁶

Ponovno zadobivanje povjerenja ulagatelja u tržište kapitala nakon gospodarske krize iz 2008. godine postavlja se kao ozbiljan cilj na međunarodnoj⁴⁷ i EU razini. Pred EU zakonodavca postavljeno je šest glavnih ciljeva kako bi se to ostvarilo, a to su: zaštita ulagatelja, postizanje veće transparentnosti, integritet tržišta kapitala, učinkovitost na tržištu kapitala, kvaliteta nadzora i kompetitivnost EU tržišta kapitala.⁴⁸ UCITS V Direktiva upravo je i nastala u skladu s tim ciljevima.⁴⁹

Međutim, upitno je treba li male ulagatelje tretirati kao potrošače financijskih proizvoda (*consumers of financial products*).⁵⁰ Bez obzira što općeg konsenzusa o kvalifikaciji ulagatelja kao potrošača nema, politika EU zakonodavca kojom se nastoji sve više zaštititi

⁴³ Vidi Black, B., Are Retail Investors Better Off Today, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2, 2008., str. 304 i dalje. O razlozima regulacije financijskog tržišta vidi pregledno i: Macneil, I. G., *An Introduction to the law on Financial Investment*, Oregon, 2012., str. 27 i dalje.

⁴⁴ Vidi Chin, S., *Financial Services Regulation: Can History Teach Us Anything?*, u Cartwright, P. (ur.), *Consumer Protection in Financial Services*, Hague, 1999.

⁴⁵ European Commission, *Green Paper on Financial Services: Meeting Consumers' Expectations* (COM (96) 209), svibanj 1996., Brussels.

⁴⁶ Vidi, ESMA, <https://www.esma.europa.eu/page/News-investors>, 7.3.2014. Primjer takve obavijest je Pitfalls of online investing, 10.9.2012., http://www.esma.europa.eu/system/files/investor_warning_1.pdf, 7.3.2014.

⁴⁷ Vidi International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Objectives and Principles of Securities Regulation*, 20013, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>, 07.3.2014. O iznimno velikoj ulozi IOSCO-a koji putem *soft lawa* utječe na razvoj svjetskog tržišta kapitala vidi: Marcacci, A., op. cit. u bilj. 40., str. 203 i dalje.

⁴⁸ Final Report of the European Investor's Working Group, *Restoring Investor Confidence in European Capital Markets*, ožujak 2010, www.ceps.eu/ceps/dld/2991/pdf, 7.3.2014., str. 4.

⁴⁹ Vidi općenito u Moloney, N., *The legacy effects of the financial crisis on regulatory design in the EU*, u Ferran, E., Moloney, N., Jackson, H. (ur.), *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge, 2012., str. 182 i dalje. Također vidi: Davies, H., *Unfinished Business: An Assessment of the Reforms*, u Wymeersch, E., Hopt, K. J., Ferrarini, G. (ur.), *Financial Regulation and Supervision, A Post-Crisis Analysis*, Oxford, 2012.

⁵⁰ Za pregled rasprave jesu li mali ulagatelji potrošači ili ne vidi pregledno Moloney, N., op. cit. u bilj. 6., str. 32 i dalje. Cartwright se isto zalaže za određenje ulagatelja kao potrošača financijskih usluga/proizvoda. Vidi Cartwright, P., *Consumer Protection in Financial Services: Putting the Law in Context*, u Cartwright, P. (ur.), *Consumer Protection in Financial Services*, Hague, 1999., str. 6. Također vidi općenito: Möner, A., *The European Union, Financial Services, and the Consumer*, u Cartwright, P. (ur.), *Consumer Protection in Financial Services*, Hague, 1999.; Čulinović-Herc, E., *Zaštita potrošača i zaštita ulagatelja na hrvatskom tržištu financijskih usluga*, op. cit.; Čulinović-Herc, E., *Zaštita potrošača i zaštita ulagatelja na hrvatskom tržištu financijskih usluga*, u Čulinović-Herc, E., Tomljenović, V. (ur.), *Zaštita potrošača i ulagatelja u europskom i hrvatskom pravu - izazovi međunarodnog tržišta roba i kapitala*, Rijeka 2005.; Moloney, N., *Investor Protection and the Treaty: an Uneasy Relationship*, u Ferrarini, G., Hopt, K. J., Wymeersch, E. (ur.), *Capital Markets in the Age of the Euro*, Hague, 2002.

interese ulagatelja UCITS fonda, jasno ide u tom smjeru.⁵¹ Pored javnopravne regulacije tržišta kapitala i povećanih zahtjeva prema subjektima koji nude i distribuiraju financijske proizvode malim ulagateljima,⁵² uređuje se i privatnopravna zaštita ulagatelja pri ulaganju u financijske proizvode. Primjer su UCITS fondovi, gdje su UCITS direktivama regulirana prava i obveze društva za upravljanje i depozitara prema ulagateljima, odgovornost depozitara za povredu njegovih obveza prema ulagateljima, obveza otkrivanja (*disclosure*) ulagateljima relevantnih informacija i drugo.

Cilj je ove knjige odrediti položaj depozitara u UCITS fondovima, s naglaskom na privatnopravnu odgovornost depozitara prema ulagateljima za povredu neke od preuzetih obveza. S obzirom na to da UCITS fondovi u Republici Hrvatskoj nemaju pravnu osobnost, subjekti koji se javljaju u investicijskom poslu su ulagatelji, društvo za upravljanje i depozitar, koji čine, tzv. investicijski trokut. Analiza investicijskog posla s privatnopravnog aspekta za cilj ima bolje razumijevanje pravnih odnosa između subjekata investicijskog trokuta kao i mehanizama koji ulagateljima stoje na raspolaganju ako društvo za upravljanje ili depozitar povrijede svoje obveze prema njima.⁵³

⁵¹ Tako i Moloney koja ističe i negativne posljedice takvog stava EU zakonodavca, napose u tome što se pojam *retail investor* nastoji odrediti kroz nesofisticirani (grubi) kriterij očekivanja prosječnog ponašanja, kao što se u odnosu na zaštitu potrošača u EU zakonodavstvu u obzir uzima, tzv. prosječnog potrošača (*average consumer*). Uzme li se u obzir kriterij „prosječnog ulagatelja“, tada je vjerojatno da će EU zakonodavac dati preveliki naglasak na obvezu otkrivanja informacija i rizika ulaganja malim ulagateljima što može narušiti ravnotežu u okviru investicijskog posla jer stavlja preveliko opterećenje na nuditelje financijskih proizvoda. Također, Moloney ističe zanimljiv argument da razvijanje pojma, odnosno kriterija „prosječnog ulagatelja“ može dovesti do toga da se od malih ulagatelja traži određeni stupanj znanja što, iako primjenjivo za prosječnog potrošača kada primjerice kupuje perilicu za rublje, može biti prilično opasno po ulagatelje. Ulagatelji su zaista različita skupina i iznimno je teško odrediti što bi bio prosjek znanja koje se od njih može očekivati u okviru ulaganja na tržištu kapitala, gdje ulaganje u financijske proizvode postavlja veće izazove no što je kupovanje potrošača u svakodnevnom životu. Vidi Moloney, N., op. cit. u bilj. 6., str. 41-42.

⁵² Razvoj regulacije tržišta kapitala jedan je od većih izazova EU zakonodavca, posebice nakon financijske krize iz 2008. godine. Vidi općenito: Moloney, N., *Regulation of the Market and Intermediaries: Global Comparison and Contrast – What is Best Practice? Recent developments in UK and European Union Market and Intermediary Regulation*, Macquarie Journal of Business Law, 5, 2008.; Bradley, C., *Transparency and Financial Regulation in the European Union: Crisis and Complexity*, Fordham International Law Journal, 35, 2012.; Ferrarini, G., Wymeersch, E. (ur.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, 2006. O razmišljanjima o regulatornim izazovima za regulatore tržišta kapitala na svjetskoj razini vidi MacNeil, I., O'Brien, J. (ur.), *The Future of Financial Regulation*, Oxford/Portland/Oregon, 2010. Unutar navedene knjige o značenju razotkrivanja informacija (*disclosure*) potencijalnim ulagateljima i mogućem razvoju regulacije na tom području vidi: Avgouleas, E., *What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from Behavioural Decision Theory and the Global Financial Crisis*, str. 205-225. Također vidi: Stuber, W., Godel Stuber, A. M., Krause, H. et al., *International Securities and Capital Markets, The International Lawyer*, 43 (2), 2009. Općenito: Wood, P. R., *Regulation of International Finance*, London, 2007.

⁵³ Tako i za analognu ulogu ugovornog prava u EU zakonodavstvu na području tržišta kapitala vidi Grundmann, S. & Atamer, Y. M., *European Contract Law and Banking Contracts after the Financial Crisis: Challenges for Contracting and Market Transactions*, u Grundmann, S. & Atamer, Y. M. (ur.), *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law, Failure and Challenges of Contracting*, Wolters Kluwer, 2011., str. 9.

Prvi subjekt u investicijskom trokutu je ulagatelj UCITS fonda. Ulagatelji su fizičke ili pravne osobe koji svoju imovinu ulažu u investicijske fondove,⁵⁴ te tako neizravno ulaze na tržište kapitala.⁵⁵ ZOIFJP više ne sadrži razliku između malih i, tzv. kvalificiranih ulagatelja kao što je to uređivao ZIF 05.⁵⁶ U okviru UCITS zakonodavstva pruža se ista razina zaštite svim ulagateljima.⁵⁷ Ulagatelji se ujedno označavaju i kao imatelji udjela UCITS fonda.

Drugi subjekt u investicijskom trokutu je depozitar, kojega ZOIFJP definira kao kreditnu instituciju ili podružnicu kreditne institucije kojoj su povjerene dužnosti depozitara.⁵⁸ Depozitar se kao termin koristi tek od 2013., kada je donesen ZOIFJP. Njime je zamijenjen stariji termin „depozitna banka“.⁵⁹ Ovakva promjena u skladu je s europskim smjernicama koje koriste termin „depositary“. U knjizi će se analizirati pravni položaj i ulogu depozitara u odnosu na druge subjekte investicijskog trokuta. Prikazat će se važnost uloge koju depozitar ima za zaštitu interesa ulagatelja. Međutim, prikazat će se i različiti sukobi interesa koji opterećuju odnos između depozitara i ulagatelja i regulatorni naponi kojima se nastoji razriješiti taj sukob. Analiza odnosa između depozitara i ulagatelja primarno će se temeljiti na privatnopravnom aspektu, gdje će se započeti određivanjem njihovog pravnog odnosa,

⁵⁴ Više o tome vidi u: Čulinović-Herc, E., op. cit. u bilj. 13.; Čulinović-Herc, E., op. cit. u bilj. 17.

⁵⁵ Moloney, N., EC Securities Regulation, Oxford, 2008., str. 232.

⁵⁶ Prema čl. 2. ZIF-a 05, razlikovala su se dva tipa kvalificiranih ulagatelja. Prvi su tip kvalificirani ulagatelji koji su mogli ulagati u otvorene investicijske fondove s privatnom ponudom (*private equity funds*), koji su određeni kao „...ulagatelji koji na temelju važećeg odobrenja posluju kao investicijski ili mirovinski fond, kao društvo za upravljanje investicijskim ili mirovinskim fondom, kao banka, kao osiguravajuće društvo ili kao brokersko društvo, te sva druga trgovačka društva ili fizičke osobe s tim da neto vrijednost imovine tih društava i fizičkih osoba prelazi 1.500.000,00 kuna i koji za potrebe ulaganja u određeni investicijski fond raspolažu gotovim novcem u iznosu od najmanje 750.000,00 kuna“. Drugi tip kvalificiranih ulagatelja odnosio se na ulagatelje fondova rizičnog kapitala za koje su određeni stroži kriteriji, a određeni su kao: „...ulagatelji koji na temelju važećeg odobrenja posluju kao investicijski ili mirovinski fond, kao društvo za upravljanje investicijskim ili mirovinskim fondom, kao banka, ili kao osiguravajuće društvo ili kao brokersko društvo, te sva druga trgovačka društva ili fizičke osobe s tim da neto vrijednost imovine tih društava i fizičkih osoba prelazi 20.000.000,00 kuna i koji za potrebe ulaganja u određeni investicijski fond raspolažu gotovim novcem u iznosu od najmanje 10.000.000,00 kuna.“

⁵⁷ Tako i Kruithof, M., A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID, u Grundmann, S. & Atamer, Y. M. (ur.), Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law, Failure and Challenges of Contracting, Wolters Kluwer, 2011., str. 114. Pojam, tzv. kvalificiranih ulagatelja obrađen je u ZAIF-u, pod novim pojmom „profesionalnih ulagatelja“. Prema čl. 3. t. 45. ZAIF-a, profesionalni ulagatelj je definiran kao: „...ulagatelj koji se u skladu sa zakonom koji uređuje tržište kapitala smatra profesionalnim ulagateljem ili se na vlastiti zahtjev može tretirati kao profesionalni ulagatelj.“ To znači da će društva za upravljanje i osobe s kojima društvo za upravljanje ima sklopljeni ugovor o poslovnoj suradnji kojom imaju pravo nuditi udjele fondova u ime i za račun društva za upravljanje, određivati tko ima svojstvo profesionalnog ulagatelja prema odredbama Zakona o tržištu kapitala (NN 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13) (dalje u tekstu: ZTK). Dok se profesionalnim ulagateljima mogu nuditi sve vrste alternativnih investicijskih fondova (čl. 7. st. 7. ZAIF), HANFA ima zadaću posebnim pravilnikom odrediti uvjete pod kojima je pojedine vrste ovih fondova dopušteno nuditi i malim ulagateljima (čl. 7. st. 8. ZAIF).

⁵⁸ Čl. 3. st. 1. t. 7. ZOIFJP.

⁵⁹ Novi njemački zakonik, Kapitalanlagegesetzbuch (dalje u tekstu: KAGB), od 4. srpnja 2013 (BGBl. I S. 1981), koristi termin „*Verwahrstelle*“ kojim se zamijenio prijašnji termin „*Depotbank*“ koji se koristio u prijašnjim njemačkim zakonima koji su uređivali područje investicijskih fondova. Prijašnji njemački zakon, koji je bio na snazi do srpnja 2013. bio je Investmentgesetz (dalje u tekstu: InvG), BGBl. I S. 2676, 3044, koji je 15. prosinca 2003.

analizom poslova koje depozitar obavlja, do mehanizama zaštite povrijeđenih prava ulagatelja prema depozitaru.

Treći subjekt u investicijskom trokutu je društvo za upravljanje,⁶⁰ koje se može osnovati kao dioničko društvo (dalje u tekstu: d.d.), društvo s ograničenom odgovornošću (dalje u tekstu: d.o.o.) i kao Europsko društvo (*Societas Europaea*).⁶¹ Prema ZOIFJP-u, ako je društvo za upravljanje osnovano kao d.o.o., mora imati i nadzorni odbor.⁶² Razlog obveznog postavljanja nadzornog odbora jest dodatna zaštita ulagatelja.⁶³ Prema dostupnim statističkim podacima HANFE, hrvatska društva za upravljanje uglavnom su osnovana u pravnom obliku d.o.o.-a.⁶⁴ Društvo za upravljanje jedini je pravni subjekt koji je ovlašten osnivati UCITS fondove i njima upravljati.⁶⁵ Jedno društvo za upravljanje može osnovati i upravljati s više UCITS fondova, pri čemu je obavezan paziti na adekvatnost svog temeljnog kapitala ovisno o ukupnoj neto vrijednosti investicijskih fondova kojima upravlja.⁶⁶

Djelatnosti društva za upravljanje dijele se na osnovne i pomoćne djelatnosti, a za što je potrebno prethodno odobrenje HANFE.⁶⁷ U osnovne spadaju osnivanje i upravljanje UCITS fondovima,⁶⁸ osnivanje i upravljanje alternativnim investicijskim fondom,⁶⁹ osnivanje i

⁶⁰ Pregledno o značajkama društva za upravljanje vidi: Čulinović-Herc, E., Jurić, D., Grković, N., Društvo za upravljanje UCITS fondovima, u Čulinović-Herc, E. (ur.), Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, Rijeka, 2013.

⁶¹ Čl. 12 ZOIFJP. Više o tomu u: Jurić, D., Društva za upravljanje investicijskim fondovima i njihove statusne posebnosti, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 29 (1), 2008.

⁶² Čl. 36. st. 1.b ZOIFJP. Inače, postojanje nadzornog odbora za d.o.o. prema čl. 434. st. 1. Zakona o trgovačkim društvima (dalje u tekstu: ZTD) (NN 111/93, 34/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13) je fakultativno, osim u slučajevima iz čl. 434. st. 2. ZTD-a. Za usporedbu, ZIF 05 nije sadržavao takvu odredbu.

⁶³ Veći utjecaj nadzornog odbora mogao bi se ostvariti umetanjem određenih odredbi u društveni ugovor, kao što je primjerice odredba da nadzorni odbor mora dati svoju suglasnost upravi pri donošenju odluke o prestanku upravljanja imovinom određenog fonda, promjeni depozitara, te u drugim situacijama u kojima se donosi odluka koja značajno utječe i na interese društva za upravljanje i na interese ulagatelja fondova kojima to društvo upravlja. Iako umetanje takvih odredbi u društveni ugovor nije obvezno, predstavljaju primjer dobre primjene politike zaštite interesa ulagatelja. Tako i za njemačko pravo vidi: Steck, K.-U., Gringel, C., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), Investmentgesetz, Investmentsteuergesetz, Kommentar, München, 2010., § 6 InvG Rbr. 16.

⁶⁴ Vidi na internet stranicama HANFE, <http://www.hanfa.hr/registar/20/drustva-za-upravljanje-ucits-fondovima>, 3.6.2014. Isti je trend zabilježen i u Njemačkoj. Vidi: Steck, K.-U., Gringel, C., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 6 InvG Rbr. 8. Jedan od razloga može biti činjenica da su društva za upravljanje uglavnom osnovala banke, tj. kreditne institucije koje potom obavljaju i poslove depozitara za UCITS fondove koje su upravo ta društva za upravljanje i osnovala, te im je u interesu da kontroliraju i utječu na to tko može biti član društva za upravljanje, što je lakše ostvariti u pravnoj strukturi d.o.o.-a.

⁶⁵ Čl. 13. st. 1. t. 1. ZOIFJP.

⁶⁶ Vidi čl. 20. st. 1. ZOIFJP-a. Najniži iznos temeljnog kapitala društva za upravljanje iznosi 1.000.000,00 kuna (čl. 18. ZOIFJP). HANFA je donijela i Pravilnik o obliku i iznosu kapitala društva za upravljanje UCITS fondovima (NN 100/13).

⁶⁷ Čl. 14. st. 1. ZOIFJP. Uvjeti za davanje odobrenja društvu za upravljanje propisani su u čl. 23.-35. ZOIFJP-a.

⁶⁸ Čl. 13. st. 1. t. 1.a. ZOIFJP.

⁶⁹ Čl. 13. st. 1. t. 1.b. ZOIFJP.

upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondom,⁷⁰ te upravljanje fondovima osnovanima prema posebnim zakonima. Pomoćne djelatnosti društvo za upravljanje može obavljati samo ako usporedno s odobrenjem za njihovo obavljanje ima i odobrenje za obavljanje osnovnih.⁷¹ U njih se ubrajaju upravljanje individualnim portfeljem,⁷² investicijsko savjetovanje⁷³ te pohrana i administriranje udjela investicijskih fondova.⁷⁴ Pri obavljanju pomoćnih djelatnosti, društvo za upravljanje dužno je poštovati propise koji reguliraju takve djelatnosti,⁷⁵ kao što je primjerice ZTK. Društva za upravljanje mogu obavljati svoje poslove u državama članicama EU ili u trećim državama, i obrnuto, u skladu s uvjetima iz ZOIFJP-a.⁷⁶ Također, udjeli inozemnih UCITS fondova mogu se nuditi u Republici Hrvatskoj i obrnuto, uz ispunjenje uvjeta iz ZOIFJP-a.⁷⁷

Knjiga je podijeljena u tri glavna poglavlja, pored uvoda i zaključka. U prvom će se poglavlju obraditi pravni odnosi unutar investicijskog trokuta kod UCITS fondova, tj. između društva za upravljanje, depozitara i ulagatelja. U drugom poglavlju će se obraditi pravni položaj i uloga depozitara u investicijskom poslu, s posebnim naglaskom na analizu zaštitne uloge depozitara u odnosu na ulagatelje UCITS fonda. U trećem poglavlju će se obraditi osnova i vrsta odgovornosti depozitara i društva za upravljanje prema ulagateljima, te će se ispitati mehanizmi zaštite povrijeđenih prava ulagatelja prema depozitaru i društvu za upravljanje.

Postavljene radne hipoteze su:

1. depozitar je uključen u investicijski posao primarno radi zaštite interesa ulagatelja,
2. depozitar u praksi ne štiti dovoljno učinkovito interese ulagatelja:

⁷⁰ Čl. 13. st. 1. t. 1.c. ZOIFJP. Ova je djelatnost u ZOIFJP-u iz 2013. godine bila svrstana pod pomoćne djelatnosti društva za upravljanje.

⁷¹ Čl. 17. ZOIFJP.

⁷² Čl. 13. st. 1. t. 2.a ZOIFJP.

⁷³ Čl. 13. st. 1. t. 2.c ZOIFJP.

⁷⁴ Čl. 13. st. 1. t. 2.d ZOIFJP. Pri tome treba naglasiti da je društvo za upravljanje ovlašteno pohranjivati udjele samo onih investicijskih fondova kojima ne upravlja. To proizlazi iz tumačenja prema kojemu depozitar ne može delegirati poslove pohrane zasebne imovine UCITS fondova na društvo za upravljanje, o čemu je više rečeno u poglavlju 3.4.

⁷⁵ Čl. 16. st. 2. ZOIFJP. Time je hrvatski zakonodavac izričito potvrdio mišljenje HANFE koje je dala 9. rujna 2010., a što je bilo potrebno jer ZIF 05 nije sadržao ovakvo rješenje. Vidi: Mišljenje o primjeni odredaba Zakona o tržištu kapitala na društva za upravljanje investicijskim fondovima koja pružaju investicijske usluge upravljanja imovinom-portfeljem i investicijskog savjetovanja, <http://www.hanfa.hr/uploads/46-10-09.pdf>, 17. veljače 2012. U navedenom je mišljenju HANFA izričito potvrdila da se na društva za upravljanje kada ona obavljaju usluge investicijskog savjetovanja i/ili individualnog upravljanja portfeljem za račun imatelja portfelja primjenjuju i odredbe ZTK-a koje se inače primjenjuju na pružanje te vrste investicijskih usluga. Suprotno od toga, u slučaju da društvo za upravljanje obavlja samo poslove koji su mu povjereni ZIF-om, tada će se primjenjivati na njega samo odredbe ZIF-a.

⁷⁶ Vidi čl. 110.-124. ZOIFJP. O tomu vidi u Čulinović-Herc, E., Jurić, D., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 60., str. 259 i dalje.

⁷⁷ Vidi čl. 125.-153. ZOIFJP.

- a) zbog sukoba interesa između depozitara i ulagatelja
- b) zbog korporativne povezanosti između depozitara i društva za upravljanje investicijskim fondovima,

3. ulagatelji nemaju učinkoviti mehanizam za zaštitu povrijeđenih prava prema depozitaru.

Uz izvore hrvatskoga prava, analizirat će se pravni izvori EU-a, a od država članica EU, analizirat će se nacionalna zakonodavstva Njemačke, Austrije, Slovenije i Francuske. Uz pravne izvore, koristit će se i djelima pravnih autora koji komentiraju pravne propise domaćeg i komparativnih prava. Pri tomu će se od navedenih zakonodavstava isticati samo ona rješenja koja bi mogla biti zanimljiva i korisna kao uzor ili kao izvor već ostvarenog utjecaja na rješenja hrvatskoga zakonodavca. Također će se ispitati jesu li i kako su rješenja nacionalnih zakonodavstava i postojeće sudske prakse utjecali na razvoj EU prava.

U cijeloj će se knjizi iznositi prijedlozi kojima bi hrvatski zakonodavac mogao postići još učinkovitiji sustav zaštite malih ulagatelja UCITS fonda, i to primarno uravnoteženjem interesa ulagatelja s interesima depozitara i društva za upravljanje.

2. PRAVNI ODNOSI IZMEĐU ULAGATELJA, DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE I DEPOZITARA U UCITS FONDOVIMA

Kod UCITS fondova javljaju se tri subjekta: društvo za upravljanje, depozitar i ulagatelji, koji čine, tzv. investicijski trokut. Sam UCITS fond prema ZOIFJP-u nema pravnu osobnost,⁷⁸ te se stoga ne smatra pravnim subjektom. Dinamika između ova tri subjekta, te njihov odnos prema imovini fonda polazna su točka za definiranje položaja depozitara u investicijskom poslu.

Investicijski trokut počiva na načelu raspodjele uloga koje na jednoj strani obavlja društvo za upravljanje, a na drugoj depozitar.⁷⁹ Društvo za upravljanje upravlja imovinom investicijskog fonda sukladno odredbama ZOIFJP-a, te prospektom i pravilima UCITS fonda.⁸⁰ Depozitar ima zadaću pohranjivati imovinu fonda i obavljati razne administrativne poslove vezane uz imovinu fonda,⁸¹ a sve na temelju ugovora sklopljenog između depozitara i društva za upravljanje.⁸² Upravo se ova raspodjela poslova između društva za upravljanje i depozitara unutar investicijskog trokuta navodi kao osnova za zaštitu interesa ulagatelja u investicijskim fondovima.⁸³ Nadalje, u odnosu na ulagatelja, depozitar ima zakonsku obvezu djelovati isključivo u interesu ulagatelja,⁸⁴ dok se društvo za upravljanje nalazi u povjereničkom odnosu s ulagateljem na temelju sklopljenog ugovora o ulaganju.⁸⁵ Depozitar ima i ulogu kontrole, tj. nadzora nad društvom za upravljanje, iako ne sveopće, već samo nad određenim segmentima djelatnosti koje obavlja društvo za upravljanje, kao što je ovlast depozitara da kontrolira da se imovina fonda ulaže u skladu s odredbama ZOIFJP-a, te prospekta i pravila UCITS fonda.⁸⁶ Unatoč tako važnoj ulozi depozitara da djeluje u interesu

⁷⁸ Vidi čl. 3. st. 1. t. 4. ZOIFJP-a. Prema čl. 1. st. 3. UCITS IV Direktive, UCITS fondovi mogu biti ugovorne naravi, mogu se temeljiti na *trustu*, te mogu imati pravnu osobnost. Vidi također: Čulinović-Herc, E., op. cit. u bilj. 24., str. 105 i dalje.

⁷⁹ O pravnim odnosima unutar investicijskog trokuta u otvorenim investicijskim fondovima za hrvatsko pravo vidi općenito Miladin, P., Odnosi ulagatelja, društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima i depozitarne banke, Zbornik 47. susreta pravnika, Opatija, 2009.

⁸⁰ Čl. 13. ZOIFJP.

⁸¹ Čl. 213. st. 1. i čl. 215. ZOIFJP.

⁸² Čl. 213. st. 3. ZOIFJP.

⁸³ Tako i za njemačko pravo: Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 114; Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 30 InvG Rbr. 18; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2334; Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 58; Roth, G. H., Das Treuhandmodell des Investmnetrechts, Eine Alternative zur Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main, 1972., str. 124. Za austrijsko pravo vidi Oppitz, M., Das Investmentgeschäft, 3. Kapitel, u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), Österreichisches Bankvertragsrecht, Band IV: Kapitalmarkt, Wien/New York, 2007., Rbr. 3/1.

⁸⁴ Čl. 213. st. 8. ZOIFJP.

⁸⁵ Čl. 88. st. 1. ZOIFJP. Također je i društvo za upravljanje dužno obavljati poslove u najboljem interesu ulagatelja i UCITS fondova kojima upravlja (čl. 48. st. 1. t. 1. ZOIFJP).

⁸⁶ Čl. 215.d ZOIFJP.

ulagatelja prema društvu za upravljanje, ulagatelji nemaju nikakav utjecaj na izbor samog depozitara.⁸⁷ Depozitara bira društvo za upravljanje uz odobrenje HANFE,⁸⁸ nakon čega društvo za upravljanje i depozitar sklapaju ugovor o obavljanju poslova depozitara.⁸⁹ Ulagatelji nisu stranka u sklapanju ovog ugovora,⁹⁰ što njihov položaj čini iznimno zanimljivim u odnosu na depozitara, te je ujedno i najteže odrediti pravnu narav odnosa između ulagatelja i depozitara.

Dakle, pravni odnosi između subjekata u investicijskom trokutu nastaju na temelju ugovora i na temelju zakona. Pri tome, i kada se radi o ugovoru, valja primijetiti da je sadržaj tih ugovora uglavnom propisan kogentnim odredbama ZOIFJP-a, te je autonomija stranaka znatno ograničena.⁹¹ Dalje u tekstu će se analizirati pravna priroda odnosa između ulagatelja i društva za upravljanje, između društva za upravljanje i depozitara te između depozitara i ulagatelja.

2.1. Pravni odnos između ulagatelja i društva za upravljanje kod UCITS fondova

U investicijskom trokutu, potrebno je u prvom redu odrediti pravni odnos između ulagatelja i društva za upravljanje. Ulagatelji svoj prvi kontakt ostvaruju upravo s društvom za upravljanje. Jedini pravni subjekt koji je ovlašten prodavati udjele UCITS fondova koji su osnovani u Republici Hrvatskoj jest društvo za upravljanje, koje može nuditi samo udjele fondova kojima upravlja, i to izravno⁹² ili putem ovlaštenih zastupnika koji prodaju udjele fondova u ime i za račun društva za upravljanje.⁹³

ZOIFJP za razliku od prijašnjih ZIF-ova, unosi posebni dio⁹⁴ u kojem izdvojeno regulira odnos društva za upravljanje i ulagatelja. Pravni odnos između ulagatelja i društva za upravljanje kod UCITS fondova temelji se na ugovoru o ulaganju kojeg sklapaju ova dva

⁸⁷ Tako i za njemačko pravo vidi: Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 114.

⁸⁸ Čl. 214. st. 1. ZOIFJP.

⁸⁹ Čl. 213. st. 3. ZOIFJP.

⁹⁰ Tako i za njemačko pravo: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 30 InvG Rbr. 18.

⁹¹ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 358. Stoga se često smatra da je većina prava i obveza između ulagatelja i društva za upravljanje uređena zakonom, a ne ugovorom. Za njemačko pravo vidi: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 43 Rbr. 7. Za luksemburško pravo vidi: Kremer, C., Lebbe, I., op. cit. u bilj. 32., str. 83.

⁹² Čl. 129. ZOIFJP. Pri tome ZOIFJP predviđa da nuditi udjele može i društvo za upravljanje sa sjedištem u jednoj od država članica EU-a, pod uvjetom da ima odobrenje za upravljanje tim UCITS fondom osnovanim u Republici Hrvatskoj.

⁹³ Čl. 155. ZOIFJP-a. O tomu je više rečeno u poglavlju 3.2.1.3.

⁹⁴ Dio treći ZOIFJP-a.

subjekta.⁹⁵ Ugovorom o ulaganju određena su prava i obveze ulagatelja i društva za upravljanje, s time da je sadržaj ugovora mahom određen kogentnim odredbama ZOIFJP-a. U nastavku će se analizirati pravna narav ugovora o ulaganju, sklapanje ugovora o ulaganju, pravila UCITS fonda kao sastavnog dijela ugovora o ulaganju, sadržaj i opseg ugovora o ulaganju te prestanak ugovora o ulaganju.

2.1.1. Pravna narav ugovora o ulaganju

Pravnu narav ugovora o ulaganju nije lako odrediti. Nedvojbeno je da se radi o dvostranoobvezujućem naplatnom ugovoru, kojim se društvo za upravljanje obvezuje upravljati zasebnom imovinom UCITS fonda u svoje ime, a za zajednički račun svih imatelja udjela,⁹⁶ a ulagatelj se obvezuje platiti naknadu. Valja naglasiti da ulagatelji ne sklapaju ugovor o ulaganju s društvom za upravljanje kao zajednica, već se radi o pojedinačnim ugovorima između svakog pojedinog ulagatelja i društva za upravljanje.⁹⁷ Ipak, iako se tu radi o pojedinačnom obveznopravnom odnosu, obveza koju društvo za upravljanje preuzima je upravljanje ne samo s udjelom ulagatelja s kojim sklapa ugovor, već cijelom zasebnom imovinom fonda,⁹⁸ gdje ulagatelji imaju „*položaj suovlaštenika na stvarima, pravima i tražbinama koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini UCITS fonda*“.⁹⁹

Sadržaj ugovora o ulaganju uglavnom je unaprijed određen i to kogentnim odredbama ZOIFJP-a, gdje je autonomija stranaka znatno ograničena.¹⁰⁰ Međutim, ne radi se o formalnom ugovoru, s obzirom na to da ZOIFJP ne propisuje pisanu formu za sklapanje ovog

⁹⁵ Čl. 88. st. 1. ZOIFJP. Njemački termin za ugovor o ulaganju je: „Investmentvertrag“, a koristi se još i termin: „Kapitalanlegervertrag“. I u njemačkom pravu pravni odnos između ulagatelja i društva za upravljanje temelji se na ugovoru o ulaganju. Vidi: Seegebarth, N., Stellung und Haftung der Depotbank im Investment-Dreieck, Frankfurt am Main, 2004., str. 21.; Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 30, Rbr. 12; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 115; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2358; Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 40-46. Austrijski termin ugovora o ulaganju je također „Investmentvertrag“. Vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/44. I za luksemburško se pravo smatra da između društva za upravljanje (*société de gestion*) i ulagatelja dolazi do sklapanja ugovora, koji se označava kao „*le contrat d'acquisition des parts*“.

⁹⁶ Čl. 87. st. 1. ZOIFJP.

⁹⁷ Tako i za njemačko pravo vidi: Wendt, P., Treuhandverhältnisse nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, Duisburg, 1968., str. 88.

⁹⁸ Čl. 88. st. 2. ZOIFJP, u kojem se izričito navodi da se društvo za upravljanje obvezuje upravljati investicijskim fondom, a ne samo pojedinim sredstvima koja mu je ulagatelj povjerio. To je posljedica jednog od temeljnih načela investicijskog posla, a to je načelo kolektivnog ulaganja. Vidi za isti stav u njemačkome pravu: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 43 InvG Rbr. 11. Također za austrijsko pravo: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/68.

⁹⁹ Čl. 88. st. 4. ZOIFJP.

¹⁰⁰ Tako i za njemačko pravo Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 116; Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 43 InvG Rbr. 12.

ugovora. Točnije, za sklapanje ugovora, ZOIFJP propisuje samo da potencijalni ulagatelj podnosi uredan zahtjev za izdavanje udjela,¹⁰¹ pri čemu nije propisano da ulagatelj podnosi zahtjev u pisanom obliku, te posljedično, ni društvo za upravljanje nema obvezu prihvatiti ponudu formalnim, tj. pisanim putem. Nadalje, ugovor o ulaganju ostaje neformalnim ugovorom iako su se u hrvatskoj praksi razvili obrasci zahtjeva za kupnju udjela koje izrađuje svako društvo za upravljanje i u pravilu ih objavljuje na svojim internetskim stranicama. Bez obzira na obrasce, društvo za upravljanje nije dužno obavijestiti ulagatelja o prihvatu sklapanja ugovora, niti usmeno niti pismeno,¹⁰² već samo ako odbije sklapanje ugovora,¹⁰³ gdje ZOIFJP nije odredio da se obavijest mora dati u pismenom obliku.

Ugovor o ulaganju u sebi sadrži elemente raznih ugovora, ali je po svojim značajkama najbliži ugovoru o nalogu,¹⁰⁴ s time da sadrži i povjerenički element.¹⁰⁵

Važnije sličnosti ugovora o ulaganju i ugovora o nalogu su sljedeće. Kod ugovora o ulaganju, kao i kod ugovora o nalogu, društvo za upravljanje kao nalogoprimac ovlašćuje se poduzimati za ulagatelja kao nalogodavca određene poslove,¹⁰⁶ što uključuje i pravne poslove.¹⁰⁷ Također, društvo za upravljanje kao i nalogoprimac je dužan u izvršavanju svojih obveza postupati u interesu ulagatelja, odnosno nalogodavatelja.¹⁰⁸ Primljeni novac kao ulog

¹⁰¹ Čl. 88. st. 3. ZOIFJP. Uz to, isti stavak propisuje da je potencijalni ulagatelj dužan i i uplatiti iznos iz zahtjeva koji odgovara cijeni udjela.

¹⁰² Tako čl. 88. st. 3. ZOIFJP-a samo određuje da će se ugovor o ulaganju smatrati sklopljenim ako društvo za upravljanje ne odbije sklapanje ugovora. Drugim riječima, društvo za upravljanje nije dužno obavijestiti o prihvatu sklapanja, već samo o odbijanju sklapanja ugovora o ulaganju.

¹⁰³ Čl. 89. st. 3. ZOIFJP.

¹⁰⁴ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 357. U austrijskom pravu također se smatra da ovaj ugovor ima najviše elemente ugovora o nalogu (*Auftragsvertrag*). Vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/44. U njemačkom se pravu za ovaj ugovor navodi da je najbliži, tzv. ugovoru o službi (*Dienstleistungsvertrag*) kojeg međutim hrvatsko pravo ne poznaje kao zaseban tip ugovora. Vidi: Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 115; Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 9 InvG Rbr. 15; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2352; Klenk, F. E., *Die rechtliche Behandlung des Investmentanteils*, Köln, 1967., str. 12; Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 54; Reiss, M., *Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank gegenüber dem Anleger und die Rechte des Anlegers bei Pflichtverletzungen*, Berlin, 2006., str. 124; Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 25. Tako se i u francuskom pravu smatra da je ugovor o ulaganju, po svojoj pravnoj naravi ugovor o nalogu (*contrat de mandat*). Francuski pravni autori smatraju da se radi o ugovoru o nalogu neovisno o tome odnosi li se ugovor na upravljanje individualnim portfeljem (*gestion individuelle*) ili o kolektivnom upravljanju kod investicijskih fondova (*gestion collective*). Vidi: Storck, M.: *Gestion individuelle et gestion collective de portefeuille: principales tendances de la législation française et européenne*, *Revue de droit bancaire et financier*, 6, 2005., str. 73.

¹⁰⁵ Čl. 88. st. 1. ZOIFJP.

¹⁰⁶ Čl. 763. ZOO.

¹⁰⁷ Vedriš, M., Klarić, P., *Građansko pravo, Opći dio, stvarno pravo, obvezno i nasljedno pravo*, Zagreb, 2008., str. 554. Autori navode da činjenica da nalogoprimac može vršiti i pravne poslove za nalogodavatelja, predstavlja jednu od ključnih razlika od ugovora o djelu, gdje se smatra da se izvođač može obvezati obaviti samo određene faktične poslove. O ugovoru o nalogu općenito vidi: Momčinović, H., *Ugovor o nalogu (mandatu)*, Aktualnosti hrvatskog zakonodavstva i pravne prakse, 6, 1999.

¹⁰⁸ Čl. 765. ZOO-a i čl. 48. st. 1. t. 1. ZOIFJP. Miladin obrazlaže da činjenica da društvo za upravljanje ne odgovara za rezultat, već za trud, tj. postupanje s pozornošću urednog i savjesnog gospodarstvenika, razlikuje

društvo za upravljanje ne može koristiti za svoj račun kao što ni nalogoprimac ne može koristiti novac primljen od nalogodavatelja za svoje potrebe.¹⁰⁹ Nadalje, u slučaju povrede ugovora, što za nalogoprimca primarno znači da je odstupio od dobivenog naloga, a za društvo za upravljanje da je postupilo suprotno ugovoru o ulaganju, prospektu, pravilima fonda i odredbama ZOIFJP-a, oboje će odgovarati na temelju subjektivne ugovorne odgovornosti, i to po kriteriju pretpostavljene krivnje.¹¹⁰

Ključna razlika između ugovora o ulaganju i ugovora o nalogu je ta što ulagatelj ne može davati naloge društvu za upravljanje kako da ono upravlja zasebnom imovinom fonda, dok je kod ugovora o nalogu obveza izvršenja naloga kako glasi jedna od temeljnih obveza nalogoprimca.¹¹¹ Jednom kada ulagatelj uplati novčana sredstva na ime kupnje udjela, jedino je ovlašten zahtijevati da društvo za upravljanje nadalje upravlja imovinom fonda u skladu s ugovorom o ulaganju, prospektom, pravilima fonda i odredbama ZOIFJP-a. Ako društvo za upravljanje povrijedi neku od svojih obveza, tada se može pozivati na odgovornost društva za upravljanje.¹¹²

Ugovor o ulaganju potrebno je još razgraničiti od ugovora o kupoprodaji i od ugovora o depozitu. Na ugovor o kupoprodaji pogrešno može uputiti činjenica da ulagatelj kupuje udjel kojeg mu po primljenoj uplati i prihvatu ugovora o ulaganju izdaje društvo za upravljanje. Naime, jedini element ugovora o kupoprodaji zastupljen je u jednokratnoj radnji kupnje udjela ulagatelja, i tu prestaje.¹¹³ Uplata cijene udjela određuje se i kao predujam.¹¹⁴ O ugovoru o kupoprodaji možemo međutim govoriti u slučaju derivativnog stjecanja udjela fonda, tj. kada ulagatelj umjesto otkupa udjela, prodaje svoj udjel trećim osobama.¹¹⁵ Na taj način ne dolazi do promjene u samoj zasebnoj imovini fonda (povećanje/smanjenje), već se mijenja jedan njezin titular, tj. dolazi do pravnog sljedništva gdje treća osoba postaje pravni sljednik dotadašnjeg imatelja udjela. Ugovor o ulaganju jasno se razlikuje od ugovora o depozitu zbog

ugovor o ulaganju od ugovora o djelu, te ga time čini još bližim ugovoru o nalogu. Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 357.

¹⁰⁹ Za društvo za upravljanje vidi čl. 90. ZOIFJP-a. Za nalogoprimaoca vidi čl. 770. ZOO-a.

¹¹⁰ Za društvo za upravljanje vidi čl. 99. st. 3. ZOIFJP. Za ugovor o nalogu, čl. 766. st. 2. ZOO-a predviđa da će se nalogodavatelj koji prekorači granice naloga ili odstupa od dobivenih uputa smatrati poslovođom bez naloga. Poslovođstvo bez naloga spada u izvanugovorne odnose, kod izvanugovorne odgovornosti za štetu krivnja štetnika se predmnijeva. Vidi čl. 1045. st. 1. ZOO-a. Tako i Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 611.

¹¹¹ Čl. 765. ZOO.

¹¹² O odgovornost društva za upravljanje vidi više u poglavlju 4.4.1.

¹¹³ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 358. Za njemačko pravo vidi: Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 23; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2354; Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 9 InvG Rbr. 15; Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 12.

¹¹⁴ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 358. Za njemačko pravo vidi: Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 23; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2354.

¹¹⁵ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 358. Za njemačko pravo vidi: Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 23; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2354.

toga što društvo za upravljanje ne pohranjuje uplaćene uloge ulagatelja, već tu zadaću obavlja depozitar.¹¹⁶

Ugovor o ulaganju sklapa se između društva za upravljanje i ulagatelja pri originarnom stjecanju udjela. Međutim, postavlja se pitanje kako odrediti pravni odnos između ulagatelja i društva za upravljanje kada ulagatelj derivativno stekne udjel, tj. od prijašnjeg imatelja udjela. Udjeli UCITS fondova su slobodno prenosivi nematerijalizirani financijski instrumenti.¹¹⁷

Pitanje koje se tu postavlja jest prelaze li prava i obveze originarnog stjecatelja udjela iz ugovora o ulaganju na novog stjecatelja udjela? Odgovor je pozitivan. Pretpostavka o prijenosu ugovora o ulaganju vezana je uz prijenos udjela u fondu kao nematerijaliziranog financijskog instrumenta, koji ukoričuje sva prava i obveze koje ulagatelj ima u okviru investicijskog posla.¹¹⁸

Na obveznopravnoj razini, dakle, dolazi do prijenosa ugovora od prijašnjeg imatelja udjela na novog stjecatelja udjela. Prijenosom udjela ugovor o ulaganju ne prestaje, već se na strani ulagatelja pojavljuje novi subjekt.¹¹⁹ Društvo za upravljanje daje pristanak za prijenos ugovora¹²⁰ u trenutku kada odobri upis raspolaganja udjelom u registar udjela. Ovakvo rješenje osigurava da su svi imatelji udjela u jednakom položaju prema društvu za upravljanje, te mogu isticati iste prigovore prema društvu za upravljanje bez obzira radi li se o originarnom ili derivativnom stjecanju udjela.¹²¹ Također, na stvarnopravnoj razini novi ulagatelj postaje suovlaštenik na stvarima, pravima i tražbinama koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini UCITS fonda trenutkom upisa stjecatelja u registar udjela, odnosno u trenutku prijenosa ugovora o ulaganju na stjecatelja.¹²²

U određivanju pravne naravi ugovora o ulaganju važno je nadalje obraditi povjerenički odnos koji sklapanjem ovog ugovora nastaje između društva za upravljanje i ulagatelja, a kojeg detaljnije uređuju pravila UCITS fonda.¹²³ Povjerenički se odnos očituje u davanju ovlasti društvu za upravljanje da upravlja i raspolaže zasebnom imovinom fonda, i to u svoje

¹¹⁶ Čl. 213. ZOIFJP. Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 358. Za njemačko pravo vidi: Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2353.

¹¹⁷ Čl. 93. st. 1. ZOIFJP.

¹¹⁸ O tomu je više rečeno u poglavlju 2.5.

¹¹⁹ Hrvatski zakonodavac prepoznaje i uređuje institut prijenosa ugovora u čl. 127.-129. ZOO-a.

¹²⁰ Za valjan prijenos ugovora potreban je pristanak druge ugovorne strane, tj. strane koja se nalazi u ugovornom odnosu s prenositeljem, od kada počinje proizvoditi pravne učinke, što je u ovome slučaju društvo za upravljanje. Vidi čl. 127. st. 2. ZOO-a.

¹²¹ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 372-373.

¹²² Tako i Čulinović-Herc, E., op. cit. u bilj. 24., str. 121.

¹²³ Čl. 188. st. 1. ZOIFJP.

ime, a za zajednički račun svih ulagatelja, tj. imatelja udjela.¹²⁴ Pri tomu je društvo za upravljanje dužno djelovati, tj. upravljati zasebnom imovinom fonda u interesu ulagatelja, i to s povećanom pažnjom.¹²⁵ Povjerenički odnos nadopunjuje pravnu narav ugovora o ulaganju, te postavlja kao cilj visoku kvalitetu odnosa između društva za upravljanje i ulagatelja, koja je potrebna da bi ulagatelji svoje pravo na upravljanje zasebnom imovinom fonda ustupili društvu za upravljanje.

2.1.2. Sklapanje ugovora o ulaganju

Sklapanje ugovora o ulaganju povezano je s pitanjem stjecanja udjela UCITS fonda kao nematerijaliziranog financijskog instrumenta. Iako zakonodavac razlikuje trenutak sklapanja ugovora o ulaganju od stjecanja udjela, analizom odredbi ZOIFJP-a demonstrirat će se da je stjecanje udjela u pravilu i trenutak sklapanja ugovora o ulaganju.¹²⁶

Na ovome mjestu potrebno je kritički se osvrnuti na rješenje ZOIFJP-a koji određuje da ključni podaci za ulagatelje, koje je društvo za upravljanje dužno sastaviti za svaki UCITS fond kojim upravlja,¹²⁷ a koji sadržavaju opis bitnih karakteristika UCITS fonda na način koji je razumljiv prosječnome ulagatelju,¹²⁸ imaju značaj predugovora.¹²⁹ Naime, osnovna je značajka predugovora da obvezuje stranke na sklapanje glavnog ugovora,¹³⁰ što bi u okviru investicijskog posla, predstavljalo obvezno sklapanje ugovora o ulaganju između društva za upravljanje i ulagatelja. Društvo za upravljanje i osobe koje su ovlaštene nuditi udjele UCITS fonda dužne su ulagatelju besplatno dostaviti ključne podatke o UCITS fondu, i to u trenutku

¹²⁴ Čl. 87. st. 1. ZOIFJP. Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 358. Za njemačko pravo vidi: Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 24; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 235; Ebner Von Eschenbach, H.-C., Die Rechte des Anteilhabers nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, Nürnberg, 1959., str. 92. Za austrijsko pravo vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/44. Tako se i u francuskom pravu povlači usporedbu FCP-a (*fonds commun de placement*) s *trustom*, u smislu fiducijarnog, tj. povjereničkog elementa odnosa između društva za upravljanje i ulagatelja. Vidi: Storck, M., op. cit. u bilj. 104., str. 73.

¹²⁵ Čl. 48. st. 1. t. 1. ZOIFJP. O raspravi povjereničkog odnosa, te obvezi društva za upravljanje da izbjegava sukob interesa s interesima ulagatelja, tj. da djeluje u interesu ulagatelja, kao o konceptu preuzetom iz angloameričkog *trusta* vidi za njemačko pravo u: Roth, G. H., op. cit. u bilj. 83., str. 282-296. O tome da povjerenički element znači da društvo za upravljanje mora postupati s većom pažnjom, jer postoji veći stupanj povjerenja vidi: Wendt, P., op. cit. u bilj. 97., str. 21.

¹²⁶ Na tom je pragu stajao i ZIF 05 koji je predviđao da kupac/ulagatelj po kupnji udjela ulazi u ugovorni odnos s društvom za upravljanje (čl. 88. st. 1., čl. 125. st. 1. i čl. 204. st. 1. ZIF 05).

¹²⁷ Čl. 174. st. 1. t. 4. ZOIFJP.

¹²⁸ Čl. 194. st. 1. ZOIFJP. Pored ZOIFJP-a, sadržaj ključnih podataka za ulagatelje reguliran je i Uredbom Komisije (EU) br. 583/2010 od 1. srpnja 2010. o provedbi Direktive 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u vezi s ključnim informacijama za ulagatelje i uvjetima koje je potrebno ispuniti prilikom dostavljanja ključnih informacija ulagateljima ili prospekta na trajnom mediju koji nije papir ili putem internetske stranice, SL L 176, 10.07.2010, str. 1–15.

¹²⁹ Čl. 194. st. 7. ZOIFJP.

¹³⁰ Čl. 268. ZOO.

prije no što je sklopljen ugovor o ulaganju.¹³¹ Na isti način i prospekt i pravila UCITS fonda moraju biti dani na raspolaganje ulagatelju prije sklapanja ugovora o ulaganju, ali određujući pravnu narav prospekta, ZOIFJP je ispravno odredio da predstavlja poziv na stavljanje ponude.¹³² U prilog tome da je pogrešno određenje ključnih podataka za ulagatelje kao predugovora, govore i druge odredbe ZOIFJP-a u kojima je jasno da je, i nakon što ulagatelj postavi zahtjev za kupnju udjela, odnosno za sklapanje ugovora o ulaganju, društvo za upravljanje slobodno odbiti sklapanje tog ugovora,¹³³ a na što ne bi imalo pravo kada bi se ključni podaci ulagatelja smatrali predugovorom. Stoga se ključne podatke za ulagatelje ima tumačiti kao još jedna od informacija koju je društvo za upravljanje dužno dati u predugovornoj fazi, tj. u fazi pregovora oko sklapanja ugovora o ulaganju, ali čije davanje ulagatelju ni u kojem slučaju ne predstavlja predugovor u smislu čl. 268. Zakona o obveznim odnosima (dalje u tekstu: ZOO).¹³⁴ Međutim, ako društvo za upravljanje propusti dostaviti ulagatelju ključne podatke o UCITS fondu, smatramo da društvo za upravljanje može odgovarati ulagatelju za štetu na temelju predugovorne odgovornosti.¹³⁵

Ponudu za sklapanje ugovora o ulaganju daje potencijalni ulagatelj,¹³⁶ i to ispunjavanjem obrazaca zahtjeva za kupnju udjela koji su se razvili u poslovnoj praksi društava za upravljanje investicijskim fondovima, a koji su dostupni na internetskim stranicama društava za upravljanje. Svoju ponudu ulagatelj daje na temelju prospekta investicijskog fonda, koji u smislu sklapanja ugovora, predstavlja poziv na davanje ponude, tj. *invitatio ad offerendum* ulagatelja za sklapanjem ugovora o ulaganju.¹³⁷

Pitanje kada se ima smatrati da je ugovor o ulaganju sklopljen posebno je obrađeno u ZOIFJP-u, koji razlikuje trenutak sklapanja ugovora ovisno o tome radi li se o originarnom ili derivativnom stjecanju udjela UCITS fonda. Kod originarnog stjecanja udjela, ugovor o ulaganju će se smatrati sklopljenim kada ulagatelj da ponudu za sklapanje ugovora, tj. kada

¹³¹ Čl. 202. ZOIFJP.

¹³² Čl. 176. st. 1. ZOIFJP.

¹³³ Čl. 89. st. 2. ZOIFJP.

¹³⁴ NN 35/05, 41/08

¹³⁵ O predugovornoj odgovornosti općenito vidi u: Braut Filipović, M., Tomulić Vehovec, M., Precontractual liability in EU and Croatian law, *Harmonius Journal of Legal and Social Studies in South East Europe*, 1., 2012.

¹³⁶ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 359; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2358; Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 43 InvG Rbr. 8; Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/45.

¹³⁷ Čl. 176. st. 1. ZOIFJP. Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 359; Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 43 Rbr. 8; Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/45.

podnese uredan zahtjev za izdavanje udjela i uplati traženi iznos, a društvo za upravljanje ne odbije sklopiti ugovor.¹³⁸

Odmah se otvara pitanje radi li se o realnom ili o konsenzualnom ugovoru. Unatoč obvezi ulagatelja da plati cijenu udjela da bi do sklapanja ugovora došlo, smatramo da se ipak radi o konsenzualnom sklapanju ugovora o ulaganju, i to iz razloga što sklapanje ovisi o prihvatu ponude društva za upravljanje.¹³⁹ Čak i u slučaju da ulagatelj uplati iznos uloga, ugovor se neće smatrati sklopljenim ako društvo za upravljanje odbije sklopiti ugovor,¹⁴⁰ na što je društvo za upravljanje ovlašteno do trenutka upisa u registar udjela ako samo vodi registar, odnosno do podnošenja prijave za upis udjela u registar ako ga vodi treća osoba.¹⁴¹ U praksi ulagatelji uplaćuju odgovarajući iznos istovremeno s postavljanjem zahtjeva za izdavanje udjela, tj. stavljanjem ponude društvu za upravljanje za sklapanjem ugovora o ulaganju.¹⁴²

Razlozi zbog kojih društvo za upravljanje može odbiti sklopiti ugovor o ulaganju postavljeni su vrlo široko i društvo za upravljanje zapravo diskrecijski donosi odluku,¹⁴³ što je u skladu s prihvaćenom praksom da društvo za upravljanje nije dužno prihvatiti svaku ponudu za sklapanje ugovora o ulaganju.¹⁴⁴ Štoviše, društvo za upravljanje je dužno odbiti sklapanje ugovora kada je ponuda stigla za vrijeme obustave izdavanja i otkupa udjela, a sve eventualno zaprimljene uplate bez odgode vratiti ulagateljima UCITS fonda.¹⁴⁵ Međutim, pri tome će društvo za upravljanje ipak odgovarati za štetu ako ne obavijesti ulagatelja o odbijanju njegove ponude¹⁴⁶ ili ako, primjerice više ne namjerava sklapati ugovore o ulaganju, ali o tome nije obavijestio potencijalne ulagatelje.¹⁴⁷

¹³⁸ Čl. 88. st. 3. ZOIFJP.

¹³⁹ Konsenzualni ugovori definirani su kao ugovori koji nastaju već samim sporazumom ugovornih strana, a realni ugovori kao ugovori koji nastaju ne u trenutku sporazuma, već predajom stvari jednog ugovaratelja drugome. Vidi Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 397-399.

¹⁴⁰ Čl. 89. st. 2. ZOIFJP.

¹⁴¹ Čl. 89. st. 3. ZOIFJP.

¹⁴² U praksi nekih društava za upravljanje, u prospektima fondova predviđa se način postupanja ako ulagatelj uplati odgovarajući iznos, ali ne ispuní zahtjev za izdavanje udjela i druge formalnosti (koje provjerava osoba ovlaštena nuditi udjele UCITS fonda, a to su u pravilu kreditne institucije koje djeluju kao prodajni zastupnici društva za upravljanje) i obrnuto.

¹⁴³ Čl. 89. st. 1. ZOIFJP određuje da društvo za upravljanje može odbiti sklapanje ugovora o ulaganju zbog sljedećih razloga: ako ocijeni da je cilj uplate iskorištavanje neučinkovitosti koje proizlaze iz zakonskih ili drukčije propisanih obveza vezanih uz postupke izračuna cijene udjela, ako bi se sklapanjem ugovora, odnosno prihvatom ponude ulagatelja nanijela šteta ostalim ulagateljima, izlaganjem investicijskog fonda riziku nelikvidnosti ili insolventnosti ili onemogućilo ostvarivanje investicijskog cilja i strategije ulaganja investicijskog fonda, ako su odnosi između društva i ulagatelja teško narušeni (postojanje sudskog ili drugog odgovarajućeg postupka, obijesno ponašanje ulagatelja ili potencijalnog ulagatelja i sl.), te ako postoji sumnja da je počinjeno, pokušano ili bi moglo doći do pranja novca ili financiranja terorizma.

¹⁴⁴ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 359. Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2358.

¹⁴⁵ Čl. 8. st. 1. Pravilnika o udjelima UCITS fonda (NN 100/13).

¹⁴⁶ Čl. 89. st. 3. ZOIFJP.

¹⁴⁷ U tom slučaju radilo bi se o predugovornoj odgovornosti (*culpa in contrahendo*) društva za upravljanje. Vidi Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 359. Pri tome može odgovarati na temelju čl. 256. st. 2. ZOO-a prema kojemu

Ukoliko bi ulagatelj uplatio cijenu udjela, a društvo za upravljanje odbilo prihvatiti njegovu ponudu došlo bi do stjecanja bez osnove na strani društva za upravljanje, te je ZOIFJP ispravno usvojio odredbu da je društvo za upravljanje dužno vratiti primljenu uplatu.¹⁴⁸ Pri tome se vraća samo nominalni iznos, bez plodova i zateznih kamata.¹⁴⁹ Radnje kao što su plaćanje cijene udjela ili izdavanje udjela ne čine ovaj ugovor realnim, već ih treba promatrati kao radnje usmjerene na ispunjenje činidbi ugovora o ulaganju.¹⁵⁰

Upitno je u kojem roku društvo za upravljanje može odlučiti hoće li prihvatiti ili odbiti ponudu ulagatelja za sklapanje ugovora o ulaganju. ZOIFJP nije izričito riješio ovo pitanje, a iako je HANFA ovlaštena,¹⁵¹ propustila je ovo pitanje detaljnije riješiti pravilnikom.¹⁵² Formulacija čl. 104. st. 2.a ZOIFJP-a otvara prostor za tumačenje je li navedeni rok za upis u registar udjela, a koji glasi na 7 radnih dana od kada je ulagatelj podnio uredan zahtjev za izdavanje udjela i uplatio iznos iz zahtjeva, a društvo za upravljanje nije odbilo, ujedno i rok za prihvrat/odbijanje sklapanja ugovora o ulaganju.¹⁵³

U prilog konstataciji da se radi o roku za prihvrat/odbijanje ugovora govori čl. 89. st. 3. ZOIFJP-a prema kojemu društvo za upravljanje može odbiti sklapanje ugovora samo do upisa u registar udjela, tj. do podnošenja zahtjeva za upis u registar udjela. Naime, do upisa u registar udjela će doći samo ako društvo za upravljanje prihvati ponudu, a s obzirom da ugovor o ulaganju nije formalni ugovor, u pravilu se ugovor o ulaganju sklapa konkludentno, tj. upisom u registar udjela. U tom smislu, rok od 7 radnih dana ima svoj *ratio* samo ako se taj rok računa od trenutka kada je ulagatelj dao ponudu, tj. podnio zahtjev za izdavanje udjela i uplatio odgovarajući iznos.

A *contrario*, navedeni čl. 104. st. 2.a ZOIFJP-a kao početak računanja roka koristi istu formulaciju koju je ZOIFJP u čl. 88. st. 3. odredio za sklapanje ugovora o ulaganju. Drugim riječima, 7 radnih dana za upis u registar udjela bi trebalo teći od trenutka kada je ugovor sklopljen, tj. od trenutka kada je društvo za upravljanje prihvatilo ponudu ulagatelja. To znači

će pošiljatelj oglasa odgovarati za štetu ako odbije sklopiti ugovor, tj. prihvatiti ponudu bez valjanog razloga. To će, naravno, biti iznimno teško dokazati s obzirom na to da su osnove za odbijanje ugovora društva za upravljanje postavljene jako široko.

¹⁴⁸ Čl. 89. st. 4. ZOIFJP.

¹⁴⁹ Pravilo kod stjecanja bez osnove jest da se vraća ono što je stečeno uvećano za plodove zatezne kamate i to od trenutka postavljanja zahtjeva ili od trenutka stjecanja ukoliko je stečeno u lošoj vjeri (čl. 1115. ZOO). ZOIFJP kao *lex specialis* derogira ovo pravilo te određuje da se vraća stečeno samo u nominalnom iznosu, dakle bez plodova i zateznih kamata. Opravdanje ovakvoga rješenja može biti da društvo za upravljanje nije ovlašteno raspolagati uplaćenim novčanim sredstvima do upisa u registar udjela (čl. 88. st. 5. ZOIFJP).

¹⁵⁰ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 359. Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2358; Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/46.

¹⁵¹ Čl. 89. st. 5. ZOIFJP.

¹⁵² Tako Pravilnik o udjelima UCITS fonda ne spominje uvjete niti rokove u kojima društvo za upravljanje ima pravo, tj. obvezno je prihvatiti ili odbiti ulagateljevu ponudu za sklapanje ugovora o ulaganju.

¹⁵³ Raspravu o tomu vidi i u Čulinović-Herc, E., op. cit. u bilj. 24., str. 118 i dalje.

da društvo za upravljanje nije vezano rokom od 7 radnih dana za sklapanje ugovora, već ga taj rok obvezuje samo za upis u registar, a počinje teći nakon što je ugovor sklopljen. Ovakvo tumačenje stavlja ulagatelja u iznimno nepovoljni položaj prema društvu za upravljanje koje, dakle, osim široko postavljenih razloga za odbijanje sklapanja ugovora, uz to ne bi imao zakonom određeni rok u kojemu bi se trebalo izjasniti prihvaća li ili odbija sklapanje ugovora o ulaganju.¹⁵⁴ Budući da društvo za upravljanje nije obvezno izjaviti ili na bilo koji drugi način ulagatelju dati do znanja da prihvaća ugovor, prihvati li se ovo tumačenje, ulagatelja se stavlja u položaj da društvu za upravljanje stavlja vremenski neograničenu ponudu za sklapanje ugovora o ulaganju. Pri tome valja imati na umu da ulagatelju, za razliku od derivativnog stjecanja udjela,¹⁵⁵ pri originarnom stjecanju udjela nije dano pravo opoziva raspolaganja pravom na udjel UCITS fonda. Dakle, ako ulagatelj želi povući svoju ponudu za sklapanjem ugovora, odnosno za izdavanjem udjela, na njega se primjenjuje opći režim sklapanja ugovora prema ZOO-u, prema kojem se ponuda može povući samo ako je ponuđenik, odnosno društvo za upravljanje primilo izjavu o povlačenju prije primitka ponude ili istodobno s njom.¹⁵⁶

Smatramo da se *de lege ferenda* treba izričito odrediti u kojem roku se društvo za upravljanje mora izjasniti o sklapanju ugovora s ulagateljem.¹⁵⁷ Ukoliko je društvu za upravljanje potrebno neko dulje vrijeme da ispita zadovoljava li ulagatelj uvjete za sklapanje ugovora, tada bi *de lege ferenda* trebalo precizno odrediti koja su prava obiju stranaka u tom postupku. To je posebice važno s obzirom na to da je ulagatelj dužan predujmiti iznos za izdavanje udjela, tj. mora unaprijed uplatiti zahtijevani iznos za izdavanje udjela da bi se njegova ponuda smatrala valjanom, što znači da ne može raspolagati novčanim sredstvima koja mora uplatiti prije no što je ugovor uopće sklopljen.

U praksi će ipak rijetko doći do takvih slučajeva, jer društvo za upravljanje u pravilu prihvaća sklapanje ugovora isti ili najkasnije idući radni dan. Međutim, s aspekta uređenja prava i obveza ugovornih strana, povećana obveza jedne ugovorne strane da predujmi

¹⁵⁴ Valja napomenuti da niti u ispitanim komparativnim pravima – njemačkom, austrijskom i slovenskom, nema odredbi o roku u kojemu bi društvo za upravljanje bilo dužno odlučiti o prihvatu ili odbijanju sklapanja ugovora o ulaganju. Ta su pitanja prepuštena praksi.

¹⁵⁵ Čl. 106. ZOIFJP.

¹⁵⁶ Vidi čl. 257. st. 2. ZOO-a. Međutim, u smislu zaštite interesa ulagatelja, a posebice što je jedan od glavnih ciljeva UCITS zakonodavstva zaštita interesa ulagatelja, valja uzeti u obzir i tumačenje u korist ulagatelja prema kojemu bi ulagateljima pod određenim uvjetima ipak valjalo priznati pravo opoziva dane ponude za sklapanje ugovora o ulaganju. Tako Čulinović-Herc obrazlaže da bi se ulagateljima trebalo priznati pravo na opoziv ponude u slučajevima kada još nisu uplatili iznos na ime kupnje udjela UCITS fonda. Razlog takvom shvaćanju jest specifičnost prakse vezana uz investicijske fondove prema kojoj društvo za upravljanje u pravilu ponudu bez uplate sredstva na ime kupnje udjela neće smatrati ozbiljnom ponudom. Vidi Čulinović-Herc, E., op. cit. u bilj. 24., str. 117.

¹⁵⁷ Tako i Čulinović-Herc, E., op. cit. u bilj. 24., str. 119.

određeni novčani iznos prije no što je ugovor uopće sklopljen zahtijeva pažljivo uređivanje njenih prava da bi se postiglo ravnopravnost položaja ugovornih strana.

Dodatno se pitanje javlja u slučaju ako se cijena udjela izmijeni u vremenu između davanja ponude za sklapanje ugovora do odluke društva za upravljanje da prihvati danu ponudu. Ključno je pitanje je li cijena udjela bitan sastojak ugovora o ulaganju, te povlači li promjena u cijeni udjela i izmjenu sadržaja ugovora o ulaganju. Drugim riječima, treba li društvo za upravljanje zbog izmjene cijene udjela staviti potencijalnom ulagatelju protuponudu koju ulagatelj može odbiti. Ugovor se između stranaka smatra sklopljenim kada su se stranke suglasile oko bitnih sastojaka ugovora, dok se oko sporednih točaka stranke mogu dogovarati i nakon sklopljenog ugovora.¹⁵⁸ Budući da je ugovor o ulaganju naplatan ugovor, cijena udjela svakako spada u bitne sastojke ugovora. Međutim, specifičnost ZOIFJP-a jest što je cijena udjela za ulagatelja u trenutku kupnje samo određiva, ali ne i određena.¹⁵⁹ Zbog prirode ulaganja zasebne imovine UCITS fonda zbog čega se sastav i vrijednost te imovine mijenja na svakodnevnoj osnovi, a izračun cijene udjela izravno ovisi o vrijednosti zasebne imovine fonda, društvo za upravljanje može odrediti cijenu udjela tek najranije idućeg radnog dana, jer se vrijednosti neto imovine i cijene udjela UCITS fonda izračunava retroaktivno. Točnije, svakog radnog dana izračunava se cijena udjela za jučerašnji radni dan.¹⁶⁰ Ako se zahtjeve za izdavanje ili otkup udjela zaprimi neradnim danom, dan obračuna cijene udjela pomiče se još dalje, tj. cijenu udjela obračunava se po cijeni udjela UCITS fonda od prvog sljedećeg radnog dana.¹⁶¹ Ako društvo za upravljanje uzme duži rok za razmišljanje, smatramo da se *de lege ferenda* treba odrediti uvjete pod kojima se prihvati društva za upravljanje, zbog izmijenjenih uvjeta kao što je cijena udjela, promjena tržišnih uvjeta i drugo, treba smatrati protuponudom koju ulagatelj ima pravo odbiti.

Kada društvo za upravljanje ulagatelja ne obavijesti ni o prihvatu ni o odbijanju sklapanja ugovora, već ga samo upiše u registar udjela, radit će se o konkludentnom sklapanju ugovora o ulaganju.¹⁶² Društvo za upravljanje ne može raspolagati uplaćenim sredstvima ulagatelja dok se ulagatelja ne upiše u registar udjela, čime ulagatelj stječe udjel te sva prava koja

¹⁵⁸ Čl. 253. st. 2. ZOO.

¹⁵⁹ Čl. 164. st. 1. ZOIFJP.

¹⁶⁰ Vidi čl. 3. st. 2. Pravilnika o utvrđivanju neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu (NN 100/13).

¹⁶¹ Vidi čl. 3. st. 3. Pravilnika o utvrđivanju neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu.

¹⁶² Tako i Čulinović-Herc, E., op. cit. u bilj. 24., str. 116. O sklapanju ugovora konkludentnim radnjama vidi općenito u Miladin, P., Šutnja i konkludentne radnje u obveznim odnosima, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 58 (4), 2008.

proizlaze iz njega.¹⁶³ Za razliku od Nacrta ZOIFJP-a u javnoj raspravi, usvojeni ZOIFJP više ne sadrži iznimku prema kojoj je društvo za upravljanje bez ispunjavanja dodatnih uvjeta diskretno mogao početi s raspolaganjem uplaćenih sredstava i prije no što je ulagatelj upisan u registar udjela.¹⁶⁴ Ovakvo rješenje treba pozdraviti, jer omogućuje ulagatelju da ostvaruje svoja prava iz udjela od trenutka kada je društvo za upravljanje počelo raspolagati uplaćenim sredstvima ulagatelja.

Kod originarnog stjecanja trenutak sklapanja ugovora o ulaganju može se poistovjetiti s trenutkom stjecanja udjela UCITS fonda ako nakon što ulagatelj da svoju ponudu, te uplati udjel, društvo za upravljanje izvrši upis u registar udjela. Time je ulagatelj u istom trenutku stekao udjel UCITS fonda kao nematerijalizirani financijski instrument,¹⁶⁵ a društvo za upravljanje je konkludentnom radnjom prihvatilo njegovu ponudu za sklapanje ugovora.

Kod derivativnog stjecanja udjela istovjetnost trenutka stjecanja udjela UCITS fonda kao nematerijaliziranog financijskog instrumenta i sklapanja ugovora o ulaganju, tj. stupanja novog stjecatelja na mjesto prijašnjeg imatelja udjela - prenositelja, nije iznimka već pravilo. To jasno proizlazi iz čl. 88. st. 3. ZOIFJP-a prema kojemu se ugovor o ulaganju, ako se ne radi o originarnom stjecanju udjela, smatra sklopljenim u trenutku kada društvo za upravljanje ili voditelj registra upišu stjecatelja u registar udjela.

2.1.3. Pravila UCITS fonda kao sastavni dio ugovora o ulaganju

Društvo za upravljanje dužno je za svaki UCITS fond kojim upravlja pismeno izraditi, tzv. pravila UCITS fonda.¹⁶⁶ Pravila UCITS fonda po svojoj su pravnoj naravi opći uvjeti

¹⁶³ Čl. 88. st. 5. ZOIFJP.

¹⁶⁴ Vidi čl. 86. st. 6. Nacrta Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (dalje u tekstu: Nacrt ZOIFJP), <http://www.mfin.hr/hr/novosti/otvorena-rasprava-o-nacrtu-prijedloga-zakona-o-investicijskim-fondovima-201> (13.8.2014.). U tom se slučaju kao jedinu zaštitnu mjeru za ulagatelja predviđalo da se trenutkom raspolaganja uložnim sredstvima smatra da je sklopljen ugovor o ulaganju, što znači da društvo za upravljanje ne može raspolagati uplaćenim sredstvima, a zatim odbiti sklapanje ugovora nakon što je neko vrijeme koristilo uplaćena sredstva za svoj ili tuđi račun.

¹⁶⁵ Udjeli kao nematerijalizirani financijski instrumenti stječu se upisom u registar udjela (čl. 104. st. 1. ZOIFJP).

¹⁶⁶ Čl. 174. st. 1. t. 2. ZOIFJP. Obvezu izrade pravila UCITS fonda (*fund rules*) predviđjela je još UCITS I Direktiva u čl. 29 st. 1. Termin „pravila UCITS fonda“ unio je ZOIFJP, dok je ZIF 05 koristio termin „statut“. Njemački zakonodavac koristi termin: „Anlagebedingungen“. Austrijski zakonodavac koristi termin „Fondsbestimmungen“, a što mora sadržavati propisano je u § 53 Investmentfondsgesetz (dalje u tekstu: InvFG) (BGBl. I Nr. 77/2011). Francuski zakonodavac koristi termin „Le règlement du fonds“ kojeg uvodi u čl. L214-4 Code monétaire et financier (dernière modification: 4. Novembre 2013.). Luksemburški zakonodavac koristi termin „règlement de gestion“ kojeg donosi društvo za upravljanje (*la société de gestion*) prema čl. 13. st. 1. Loi du 17 décembre 2010. Slovenski zakonodavac koristi termin „pravila upravljanja vzajemnega sklada“ u čl. 258 Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (dalje u tekstu: ZISDU-2), Uradni list Republike Slovenije, 77/2011 (izmijenjen i nadopunjen sa ZISDU-2a, Uradni list Republike Slovenije, 55/2012.).

poslovanja (dalje u tekstu: OUP)¹⁶⁷ društva za upravljanje, te čine dio ugovora o ulaganju. Pri tome ulagatelji ne mogu utjecati na sadržaj pravila UCITS fonda.

Pravilima UCITS fonda uređuje se povjerenički odnos između društva za upravljanje i ulagatelja,¹⁶⁸ te se često označava kao ključni pravni akt koji uređuje odnose između društva za upravljanje i ulagatelja.¹⁶⁹ Pravila UCITS fonda moraju se priložiti prospektu, te se smatraju njegovim sastavnim dijelom.¹⁷⁰ Pravilima investicijskog fonda nadopunjuju se zakonske odredbe.¹⁷¹ No, u njima se mahom ponavljaju podaci koji su ulagateljima već dani u prospektu i u ključnim podacima za ulagatelje. Tako pravila UCITS fonda prema ZOIFJP-u moraju minimalno sadržavati podatke o pravima i obvezama između društva za upravljanje, depozitara i ulagatelja, poslovne ciljeve i organizacijsku strukturu društva za upravljanje, te postupak rješavanja sporova između društva za upravljanje i ulagatelja, što uključuje i postupke naknade štete u slučaju pogrešnog izračuna vrijednosti udjela.¹⁷²

Međutim, režim OUP-a prema ZOO-u primjenjuje se tek supsidijarno i u vrlo ograničenom opsegu, s obzirom na to da ZOIFJP kao *lex specialis* u velikoj mjeri odstupa od odredbi OUP-a prema ZOO-u.¹⁷³

Za razliku od pravila koja vrijede o načinu inkorporacije općih uvjeta poslovanja prema ZOO-u, ZOIFJP je izričito propisao da će ugovor o ulaganju biti ništetan ukoliko bi se sklopio bez primjene pravila UCITS fonda.¹⁷⁴ Naime, da bi se pravila kao OUP mogla primjenjivati

¹⁶⁷ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 360. Tako za njemačko pravo: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 43 Rbr. 12; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 118. Za austrijsko pravo vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Kozioł, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/47. Tako i za luksemburško pravo vidi: Kremer, C., Lebbe, I., op. cit. u bilj. 32., str. 83.

¹⁶⁸ Čl. 188. st. 1. ZOIFJP. ZOIFJP ispravno predviđa da se pravilima investicijskog fonda uređuje povjerenički odnos i između samog fonda i ulagatelja, no do toga može doći samo u komparativnim sustavima u kojima se UCITS fondovi mogu osnivati i kao pravne osobe, što u Republici Hrvatskoj nije slučaj. Stoga će pravila UCITS fonda u Republici Hrvatskoj uvijek uređivati odnos između društva za upravljanje i ulagatelja, a ne i odnos između fonda i ulagatelja. Istu je funkciju imao i statut prema čl. 110. st. 1. ZIF 05. Istu ulogu pravila fonda imaju i u komparativnim pravima. Za Njemačku vidi § 163. st. 1. KAGB-a, za Austriju vidi § 22. st. 1. InvGF-a, za Luksemburg čl. 13. st. 2. Loi du 17 décembre 2010.

¹⁶⁹ Stoga ne iznenađuje da je ZIF 05 koristio termin „statut“. Ipak, taj je termin, zbog zabune sa statutom kao pravnim aktom u okviru dioničkog društva, pravilno napušten, jer kao što će kasnije biti objašnjeno, kod fonda ne dolazi do društva, čak niti do zajednice ulagatelja.

¹⁷⁰ Čl. 177. st. 1. ZOIFJP. Time je implementirano rješenje čl. 71. st. 1. UCITS IV Direktive.

¹⁷¹ Tako i za njemačko pravo: Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 118.

¹⁷² Čl. 191. ZOIFJP.

¹⁷³ Isti pristup zauzet je i u njemačkom pravu u odnosu između *Vertragsbedingungen* i općeg režima *Allgemeine Geschäftsbedingungen* prema Bürgerliches Gesetzbuch (dalje u tekstu: BGB) (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738). Vidi o tome više u: Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 118.

¹⁷⁴ Čl. 188. st. 2. ZOIFJP. Za usporedbu, njemački, austrijski ni slovenski zakonodavci nisu usvojili odredbu koja bi izričito određivala ništetnost ugovora o ulaganju ako se pravila UCITS fonda ne primjenjuju. Također, takvu sankciju nije izrijekom predviđjela ni UCITS IV Direktiva. No, bez obzira što to nije izrijekom predviđeno, smatramo da će doći do istog učinka jer je obveza da se pravila UCITS fonda prilože prospektu mandatorna

na ugovorni odnos između društva za upravljanje i ulagatelja, društvo za upravljanje mora, pri sklapanju ugovora o ulaganju, upoznati ulagatelja s njihovim postojanjem.¹⁷⁵ Dakle, ako društvo za upravljanje ne obavijesti ulagatelja o postojanju pravila UCITS fonda, uz to što se pravila fonda neće primjenjivati prema ulagatelju, i cijeli će ugovor o ulaganju biti ništetan! Cilj je ovakve odredbe dodatna zaštita ulagatelja.

U tome se očituje puno stroži režim za pravila UCITS fonda u odnosu na opći režim OUP prema ZOO-u. Naime, prema ZOO-u, ukoliko strana suugovaratelj nije upoznata s postojanjem OUP-a, tada se OUP neće primjenjivati na njihov ugovorni odnos, no sam ugovor i dalje će biti valjan.¹⁷⁶

Društvo za upravljanje mora izraditi pravila UCITS fonda prije izdavanja udjela ulagateljima.¹⁷⁷ Međutim, društvo za upravljanje ih ne može samovoljno donijeti. Pravila UCITS fonda podliježu obveznoj preventivnoj kontroli HANFE, bez čega se ne mogu početi primjenjivati.¹⁷⁸ Preventivna kontrola nipošto ne isključuje mogućnost naknadne sudske kontrole pravila fonda, iako će ona biti iznimno rijetka u praksi.¹⁷⁹

Preventivna kontrola pravila UCITS fonda predviđena je čak od strane tri subjekta: HANFE, nadzornog odbora društva za upravljanje i depozitara.¹⁸⁰ Ovakvo rješenje razlikuje se u odnosu na ZIF 05 koji je predviđao samu preventivnu kontrolu od HANFE.¹⁸¹ Uvođenjem kontrole od dodatna dva subjekta, tj. nadzornog odbora društva za upravljanje i posebice depozitara, jača se zaštita ulagatelja. Međutim, ZOIFJP nije odredio kojim bi

obveza izravno preuzeta iz čl. 71. st. 1. UCITS IV Direktive. Ipak, pozdravljamo ovakvo rješenje hrvatskog zakonodavca kojim se naglašava važnost pravila UCITS fonda, kao i mandatnu obvezu društva za upravljanje da pravila UCITS fonda priloži uz prospekt ili da se u prospektu na njih pozove.

¹⁷⁵ Čl. 188. st. 2. ZOIFJP. Dakle, traži se da je ulagatelj svjestan da pravila UCITS fonda postoje, a ne da društvo za upravljanje ili njegov zastupnik pri sklapanju ugovora, upozna ulagatelja sa sadržajem odredbama ovih pravila. To je u skladu s općim režimom OUP-a. O ulagatelju, odnosno o suugovaratelju sastavljača OUP-a ovisi hoće li se upoznati sa sadržajem. Na društvu za upravljanje je samo dužnost da obavijesti ulagatelja da pravila UCITS fonda postoje i da se primjenjuju na njihov ugovorni odnos. Članak 188. st. 4. ZOIFJP-a (čime se uskladilo s čl. 71. UCITS IV Direktive) predviđa dva načina na koja društvo za upravljanje može ispuniti svoju obvezu upoznavanja ulagatelja s postojanjem pravila UCITS fonda. Prvi je da se pravila prilože uz prospekt fonda, pri čemu će se pravila UCITS fonda tretirati kao sastavni dio prospekta. To je ujedno i najpouzdaniji način objave pravila UCITS fonda, jer sam prospekt predstavlja poziv na davanje ponude za izdavanje udjela ulagatelj daje svoju ponudu, tj. zahtjev za izdavanjem udjela, te slijedom toga, ulagatelj ne može istaknuti da nije bio upoznat s činjenicom njihova postojanja. Drugi je način da društvo za upravljanje u prospektu samo naznači da će se pravila UCITS fonda dostaviti ulagatelju na njegov zahtjev, ili da se u prospektu naznači mjesto gdje će pravila UCITS fonda biti dostupna na uvid, pri čemu u slučaju da društvo za upravljanje prekogranično nudi udjele UCITS fonda, mora osigurati mjesto uvida u svakoj državi u kojoj trguje udjelima tog UCITS fonda.

¹⁷⁶ Čl. 295. st. 5. ZOO-a.

¹⁷⁷ Čl. 188. st. 1. ZOIFJP. Isto rješenje predviđa njemački (§ 162. st. 1. KAGB) i austrijski (§ 53. st. 1. InvFG) zakonodavac.

¹⁷⁸ Čl. 188. st. 5. ZOIFJP.

¹⁷⁹ Naime, sadržaj većine odredbi pravila UCITS fonda temelji se na preuzetim zakonskim odredbama. To, naravno, ne isključuje mogućnost pobijanja nepoštenih ugovornih odredbi, na koje je ulagatelj kao suugovaratelj sastavljača OUP-a uvijek ovlašten. Vidi o tome u: Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 363.

¹⁸⁰ Čl. 188. st. 3. i čl. 185. st. 5. ZOIFJP. Isto rješenje predviđa i austrijski § 53. st. 3. InvFG-a.

¹⁸¹ Čl. 113. povezano s čl. 105. ZIF 05.

redosljedom ova tri subjekta trebala davati svoju suglasnost. Nedvojbeno je jedino da se pravila UCITS fonda počinju primjenjivati tek nakon dobivanja suglasnosti od HANFE.¹⁸² Isto vrijedi i za naknadne izmjene i dopune pravila UCITS fonda.¹⁸³ S obzirom na to da suglasnost HANFE dolazi na kraju, a ZOIFJP izričito predviđa kumulativnu suglasnost od sva tri navedena subjekta, može se jedino zaključiti da nadzorni odbor društva za upravljanje i depozitar svoju suglasnost daju prije HANFE. Pri iznalaženju odgovora na pitanje kojim redosljedom trebaju uslijediti navedene suglasnosti, kao uzor može poslužiti austrijski zakonodavac koji je izričito predvidio da suglasnost na pravila UCITS fonda najprije daje nadzorni odbor društva za upravljanje, zatim depozitar i naposljetku ovlašteno nadzorno tijelo.¹⁸⁴

Valja naglasiti da se odredbe o davanju suglasnosti ovih triju subjekata ne odnose na sklapanje samog ugovora o ulaganju, već na pravila UCITS fonda,¹⁸⁵ koja društvo za upravljanje pak koristi za sklapanje neograničenog broja ugovora o ulaganju s novim ulagateljima. ZOIFJP je propisao poseban postupak za izdavanje suglasnosti HANFE na pravila UCITS fonda,¹⁸⁶ a društvo za upravljanje ovaj zahtjev već može podnijeti istodobno sa zahtjevom za osnivanje samog UCITS fonda.¹⁸⁷

¹⁸² Čl. 186. st. 5. ZOIFJP. Isto predviđa njemački zakonodavac u § 163. st. 2. KAGB-a, austrijski zakonodavac u § 53. st. 2. InvFG-a, francuski zakonodavac u čl. L214-8-7 Code monétaire et financier. S obzirom na to da od navedena tri subjekta, pravila UCITS fonda stupaju na snagu, tj. primjenjuju se tek nakon što HANFA da svoju suglasnost, ne može se izbjeći dojmu da je upravo njena suglasnost najvažnija. Pri tome se može raspravljati je li HANFA ovlaštena na davanje ovakve suglasnosti jer je ovlaštena i dužna djelovati u interesu ulagatelja, kao u slučaju za društvo za upravljanje i depozitara, ili HANFA daje suglasnost isključivo kao instanca koja kontrolira javnopravni interes, tj. da su pravila UCITS fonda u skladu s odredbama ZOIFJP-a. U njemačkom pravu zauzeo se stav da ovlašteno nadzorno tijelo, tj. njemački BaFin djeluje isključivo u javnopravnoj funkciji, tj. u funkciji kontrole da su pravila fonda u skladu s KAGB-om (Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 43 Rbr. 24; Lang, N., Doppelnorment im Recht der Finanzdienstleistungen, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 4/04, 2004., str. 291). ZOIFJP nije izričito odredio u kojoj ulozi djeluje HANFA kada daje suglasnost na pravila fonda. Ipak, smatramo da bi ispravno tumačenje bilo da HANFA osigurava usklađenost pravila fonda s odredbama ZOIFJP-a. HANFA je dužna čuvati interese svih subjekata na tržištu kapitala, te se čini neprikladnim i nepotrebnim nametati HANFI ulogu paziteljice interesa ulagatelja. Tome služi razrađena podjela poslova i međusobni odnosi unutar investicijskog trokuta, posebice između društva za upravljanje i depozitara. Na HANFI je da nadgleda da svaki od subjekata obavlja zakonom mu povjerene zadaće. U tom se smislu u čl. 323. st. 2. ZOIFJP-a navodi da je cilj nadzora nad subjektima nadzora HANFE provjera zakonitosti, sigurnosti i stabilnosti poslovanja subjekata nadzora, čime se jednako štite interesi ulagatelja, javni interes, stabilnost financijskog sustava te promicanje i očuvanje povjerenja u tržište kapitala.

¹⁸³ Čl. 188. st. 6. ZOIFJP. Isto predviđa njemački zakonodavac u § 163. st. 1. KAGB-a, austrijski zakonodavac u § 53. st. 4. InvFG-a, francuski zakonodavac u čl. L214-8-7 Code monétaire et financier.

¹⁸⁴ § 53. st. 1. InvFG.

¹⁸⁵ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 363.

¹⁸⁶ Čl. 189. ZOIFJP. Tako je HANFA o zahtjevu za izdavanje suglasnosti na pravila UCITS fonda dužna odlučiti u roku od 2 mjeseca od dana primitka urednog zahtjeva. Ako je zahtjev uredan, tj. sadrži svu propisanu dokumentaciju, a HANFA ne odluči u zadanom roku, po sili zakona smatrat će se da je suglasnost izdana. HANFA će pravilnikom pobliže urediti obvezni sadržaj zahtjeva za izdavanje ove suglasnosti.

¹⁸⁷ Čl. 190. ZOIFJP. Tako HANFA može istodobno odlučivati o zahtjevu društva za upravljanje za osnivanje i izdavanje odobrenja za rad investicijskog fonda, za odobrenje prospekta investicijskog fonda, za izdavanje suglasnosti na pravila UCITS fonda te za izdavanje suglasnosti za statusne promjene investicijskog fonda. U

Kod izmjene i nadopune pravila UCITS fonda, javlja se pitanje je li društvu za upravljanje potrebna suglasnost ulagatelja koji su s njim sklopili ugovor po starim pravilima.¹⁸⁸ Odgovor je negativan. Takav se stav opravdava kroz načelo jednakosti svih ulagatelja, gdje je na tržištu kapitala neprihvatljivo da ulagatelji istog fonda imaju različiti pravni tretman zbog činjenice da su ranije, odnosno kasnije sklopili ugovor o ulaganju s društvom za upravljanje u odnosu na istu zasebnu imovinu fonda.¹⁸⁹ Također, ZIF 05 je izričito predviđao da u slučaju bitne promjene statuta,¹⁹⁰ osim prethodne suglasnosti HANFE i obavijesti ulagatelju, društvo za upravljanje mora ulagatelje upoznati s činjenicom da, prije no što promjene stupe na snagu, svaki ulagatelj ima pravo tražiti otkup udjela bez odbitka bilo kakve izlazne naknade koja bi inače bila plativa.¹⁹¹ Sadašnji ZOIFJP propustio je predvidjeti takvu izričitu odredbu za pravila UCITS fonda. Ipak, s obzirom na to da pravila UCITS fonda čine dio prospekta, zalažemo se za tumačenje da se pravo ulagatelja na otkup bez izlazne naknade u roku od 40 dana od objavljene obavijesti o bitnoj promjeni prospekta¹⁹² odnosi i na promjenu pravila

njemačkome pravu, BaFIN-u je u § 43.a InvG-a dana mogućnost da unaprijed sastavi listu valjanih klauzula koje društva za upravljanje mogu preuzimati u pravila UCITS fonda. Međutim, novi KAGB više ne sadrži takvu odredbu.

¹⁸⁸ Valja imati na umu da se promjenom pravila UCITS fonda ne mijenja samo sadržaj ugovornog odnosa između ulagatelja i društva za upravljanje, već i sama prava koja za ulagatelja proizlaze iz udjela UCITS fonda kao nematerijaliziranog financijskog instrumenta, i zbog toga što udjeli ukoričuju cjelokupni položaj ulagatelja u investicijskom poslu, a što uključuje i obveznopravne osnove i stvarnopravne zahtjeve prema zasebnoj imovini fonda, o čemu je više riječi u poglavlju 2.5. S obzirom na to da se time mijenja sadržaj prava ulagatelja, smatramo da je opravdano stajalište da je promjena moguća isključivo ako je takva mogućnost unaprijed predviđena, kao i uvjeti pod kojima može doći do promjene. Nastalu promjenu valja tumačiti na način da će izmjena pravila fonda biti ukoričena i u starim udjelima koji su već izdani, tj. upisani u registar udjela prije donesenih izmjena. Drugim riječima, da neće biti potrebno izdavati nove udjele, odnosno upisivati nove udjele u registru. Tako i za njemačko pravo vidi: Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 98.

¹⁸⁹ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 362.

¹⁹⁰ Čl. 109. st. 1. ZIF 05 navodio je da su bitne izmjene statuta: 1. povećanje ulaznih naknada, godišnjih naknada za upravljanje ili izlaznih naknada, 2. promjene ulagačkih ciljeva fonda i rizika navedenih ulaganja fonda, 3. promjene politike isplata udjela u dobiti ili 4. pripajanja ili spajanja s drugim fondom, ili podjele fonda.

¹⁹¹ Čl. 109. st. 1. ZIF 05. Iako se navedeni članak odnosi na promjene prospekta, čl. 113. ZIF-a 05 određuje njegovu primjenu i na statut. Njemačko pravo u toj situaciji predviđa i pravo zamjene udjela. § 163. st. 3. KAGB-a određuje da društvu za upravljanje nije potrebna suglasnost ulagatelja na izmjene pravila fonda, ali pod uvjetom da se s tim izmjenama složi BaFIN. Međutim, u slučaju da BaFIN ne želi dati svoju suglasnost jer su predložene izmjene u suprotnosti s politikom ulaganja fonda, tj. s načelima ulaganja fonda (*Anlagegrundsätzen des Investmentvermögens*), KAGB je usvojio uvjete pod kojima će BaFIN ipak dati svoju suglasnost. Uvjeti su da društvo za upravljanje javno objavi prijedlog izmjena pravila fonda u roku od 3 mjeseci prije njihove primjene i da ulagateljima ponudi mogućnost otkupa udjela bez naplate izlazne naknade ili kada je to moguće, besplatne zamjene udjela s udjelima drugog fonda usporedivog po investicijskoj politici koju je imao fond prije donošenja izmjena pravila fonda (§ 163. st. 3. KAGB). Više o tome u: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 43 InvG Rbr. 30-39.

¹⁹² Čl. 185. st. 4. ZOIFJP. Koje su to bitne promjene prospekta regulirano je u čl. 184. st. 1. ZOIFJP-a, a radi se: 1. o promjenama ulaznih naknada, godišnjih naknada za upravljanje ili izlaznih naknada, koje mogu rezultirati većim troškovima za ulagatelje, 2. o promjenama elemenata vezanih uz ulaganja UCITS fonda, 3. o promjenama profila rizičnosti investicijskog fonda, sklonosti prema riziku i sposobnosti nosivosti rizika, 4. o promjenama politike isplate prihoda ili dobiti fonda imateljima udjela, 5. o produljenju trajanja ili skraćivanju trajanja investicijskog fonda, kada je isti osnovan na određeno vrijeme.

UCITS fonda kada se mijenja pravo ulagatelja koje inače spada pod bitne promjene prospekta.

U svakom slučaju, pravila UCITS fonda su javna, te moraju biti javno dostupnima ne samo na zahtjev ulagatelja, već da ih svaki potencijalni ulagatelj može proučiti bez posebnog opravdanja. ZOIFJP predviđa da je element javnosti zadovoljen ako je društvo za upravljanje objavilo pravila UCITS fonda na svojim internetskim stranicama, što je i najčešći slučaj u praksi, *ili* objavom u jednom ili više dnevnih novina koje se prodaju na cijelom ili pretežnom području Republike Hrvatske ili u tiskanom obliku, *ili* da su besplatno stavljene javnosti na raspolaganje u službenim prostorijama društva za upravljanje.¹⁹³

2.1.4. Sadržaj i opseg ugovora o ulaganju

Unutar investicijskog trokuta, uloga društva za upravljanje jest da upravlja i raspolaže zasebnom imovinom fonda. Prema hrvatskome pravu, društvo za upravljanje može upravljati imovinom UCITS fonda isključivo u svoje ime, a za zajednički račun svih imatelja udjela tog fonda.¹⁹⁴ Tu ovlast upravljanja društvo za upravljanje crpi iz ugovora o ulaganju kojeg je sklopilo sa svakim pojedinim ulagateljem.

Ugovorom o ulaganju društvo za upravljanje se, dakle, ovlašćuje i obvezuje upravljati imovinom fonda, tj. dalje ulagati sredstva dobivena od ulagatelja na temelju sklopljenog ugovora o ulaganju te poduzimati pravne poslove potrebne za upravljanje zasebnom imovinom fonda.¹⁹⁵ Dobivena sredstva društvo za upravljanje mora ulagati sukladno odredbama ZOIFJP-a, prospekta i pravila UCITS fonda, poštujući ograničenja ulaganja i načelo diverzifikacije rizika propisanih za UCITS fondove.¹⁹⁶ Uz to, društvo za upravljanje obvezuje se pribaviti ulagatelju položaj suovlaštenika na stvarima, pravima i tražbinama koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini UCITS fonda,¹⁹⁷ izdati mu udjel u kojem su sadržana prava u odnosu na zasebnu imovinu fonda, otkupiti udjel kada to ulagatelj zatraži, te

¹⁹³ Čl. 192. ZOIFJP. Rok za objavu pravila UCITS fonda na jedan od tri opisana načina iznosi 7 dana nakon što ih odobri HANFA (čl. 193. ZOIFJP).

¹⁹⁴ Čl. 87. st. 1. ZOIFJP. ZIF 05 u čl. 19. predviđao je da kod zatvorenih investicijskih fondova, tj. fondova s pravnom osobnošću dioničkog društva, društvo za upravljanje djeluje u ime i za račun dioničara, tj. u ime fonda. Ovakva rješenja jasno odražavaju razliku između otvorenih i zatvorenih fondova koja se u hrvatskom zakonodavstvu pojavljuje kao razlika između fondova bez i fondova s pravnom osobnošću. Kako UCITS fondovi u Republici Hrvatskoj nemaju pravnu osobnost, društvo za upravljanje djeluje prema trećima u svoje ime, ali za zajednički račun ulagatelja.

¹⁹⁵ Čl. 88. st. 2. ZOIFJP.

¹⁹⁶ Vidi čl. 249. i čl. 250. ZOIFJP.

¹⁹⁷ Čl. 88. st. 4. ZOIFJP.

poduzimati ostale pravne poslove potrebne radi upravljanja fondom u skladu s ZOIFJP-om, prospektom i pravilima fonda.¹⁹⁸

Valja naglasiti da sadržaj prava iz udjela može varirati u slučaju ako društvo za upravljanje u prospektu predvidi izdavanje različitih klasa udjela.¹⁹⁹

Pri ispunjenju ugovornih obveza, pred društvo za upravljanje postavljaju se određeni zahtjevi o načinu na koji bi društvo za upravljanje trebalo obavljati svoje poslove, koje možemo označiti kao način postupanja društva za upravljanje.²⁰⁰ Članak 14. st. 1. UCITS IV Direktive zahtijeva da svaka država članica EU-a sastavi, tzv. *rules of conduct* ili način postupanja kojih se uvijek društvo za upravljanje mora pridržavati u vođenju svojih poslova, pri čemu propisuje minimalna načela koja države članice moraju usvojiti. Minimalna načela u hrvatskom pravu implementirana su u čl. 48. st. 1. ZOIFJP-a.

Kao prvo načelo navodi se dužnost društva za upravljanje, članova njegove uprave i nadzornog odbora, te prokurista i zaposlenika da djeluju u najboljem interesu ulagatelja, odnosno investicijskog fonda, kao i da štite integritet tržišta kapitala.²⁰¹ Kao drugo načelo, od društva za upravljanje se traži da izvršava svoje dužnosti pažnjom dobrog stručnjaka.²⁰² Kao treće, društvo za upravljanje dužno je pribaviti sredstva i izraditi postupke koje su mu potrebne za uredno obavljanje djelatnosti.²⁰³ Kao četvrto načelo pojavljuje se obveza društva za upravljanje da izbjegava sukobe interesa, gdje se primarno misli na sukob interesa između društva za upravljanje i ulagatelja.²⁰⁴ U slučaju da se sukob interesa ne može izbjeći, tada

¹⁹⁸ Čl. 88. st. 2. ZOIFJP.

¹⁹⁹ O tomu je više rečeno u poglavlju 2.5.

²⁰⁰ Hrvatski zakonodavac ne upotrebljava poseban termin koji bi označavao set pravila, tj. načela koja postavljaju standard obavljanja poslova za društvo za upravljanje. Čl. 14. st. 1. UCITS IV Direktive koristi termin „*rules of conduct*“.

²⁰¹ Čl. 48. st. 1. t. 1. ZOIFJP. Njemačko pravo u § 26. st. 1. KAGB-a predviđa da društvo za upravljanje djeluje u isključivom interesu ulagatelja („*ausschließlichen Interesse ihrer Anleger*“), kao i francusko pravo („*dans le seul intérêt des porteurs*“) u L214-9 Code monétaire et financier. Hrvatski zakonodavac ispravno je odredio da je društvo za upravljanje dužno djelovati u najboljem, ali ne i u isključivom interesu ulagatelja. Tako i čl. 14. st. 1. UCITS IV Direktive predviđa da je društvo za upravljanje dužno djelovati „... *in the best interests of the UCITS it manages and the integrity of the market*“. Naime, društvo za upravljanje ima i svoj legitimni interes, te bi stav da je društvo za upravljanje dužno djelovati u isključivom interesu ulagatelja zapravo onemogućavao investicijski posao s obzirom na to da niti jedno društvo za upravljanje ne bi obavljalo poslove koje su mu zadani bez da ima pravo od toga očekivati određenu korist. Međutim, i u njemačkom se pravu smatra da se zahtjev djelovanja društva za upravljanje u isključivom interesu ulagatelja treba tumačiti kao zahtjev djelovanja u najboljem interesu ulagatelja, uz uvažavanje drugih interesa. Vidi u Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 9, Rbr. 2.

²⁰² Čl. 48. st. 1. t. 2. ZOIFJP.

²⁰³ Čl. 48. st. 1. t. 3. ZOIFJP. Ovo je načelo posebno konkretizirano nizom odredbi ZOIFJP-a kojima se traži da društvo za upravljanje izradi razne postupke, tj. sustave, kao što su računovodstveni postupci, izrada poslovnih knjiga, informatički sustav i drugo.

²⁰⁴ Čl. 48. st. 1. t. 4. ZOIFJP. Osim društvu za upravljanje, obveza izbjegavanja sukoba interesa izričito je nametnuta i članovima njegovih organa, prokuristima i zaposlenicima, gdje navedeni subjekti ne smiju nikada svoje interese ili s njima povezanih osoba stavljati ispred interesa ulagatelja, odnosno investicijskog fonda (čl. 48. st. 2. ZOIFJP).

ZOIFJP zahtijeva standard poštenog obavljanja poslova. Kao posljednje načelo navodi se dužnost društva za upravljanje da se pridržava odredaba ZOIFJP-a, prospekta i pravila UCITS fonda na način koji promovira najbolje interese ulagatelja i integritet tržišta kapitala.²⁰⁵ Ova načela nadalje se konkretiziraju u brojnim odredbama ZOIFJP-a, gdje posebno mjesto po svojem značenju zauzima čl. 95 ZOIFJP koji uređuje vođenje poslova društva za upravljanje. Pri tome se velik broj obveza društva za upravljanje odnosi na način postupanja sa zasebnom imovinom fonda.

Međutim, dvojbeno je jesu li pravila postupanja *lex contractus* između društva za upravljanje i ulagatelja, tj. tvore li dio ugovora o ulaganju ili se radi o javnopravnim pravilima čije izvršenje nadzire HANFA.

U njemačkom pravu, u raspravama o pravnoj naravi *rules of conduct*, tj. načinu postupanja društva za upravljanje iskristalizirale su se tri glavne teorije.²⁰⁶ Prema prvoj, pravila postupanja predstavljaju isključivo javnopravne zahtjeve koje zakonodavac postavlja prema društvu za upravljanje, a čije izvršenje kontrolira HANFA.²⁰⁷ Ta ovlast HANFE prema ZOIFJP-u nije upitna.²⁰⁸ HANFA je ovlaštena podnositi prekršajne prijave protiv društva za upravljanje. Povrede pravila o načinu postupanja društva za upravljanje koje su uređene čl. 48. st. 1. i čl. 48. st. 2. ZOIFJP-a smatraju se težim prekršajima.²⁰⁹ Prihvati li se ova teorija, ulagatelji bi zbog nepoštivanja pravila postupanja mogli postaviti odštetni zahtjev prema društvu za upravljanje samo s naslova izvanugovorne odgovornosti za štetu.²¹⁰

²⁰⁵ Čl. 48. st. 1. t. 5. ZOIFJP.

²⁰⁶ Raspravu o pravnoj naravi, tzv. „*Verhaltensregeln*“ za društva za upravljanje u njemačkom pravu vidi u Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj 63., str. 123-125; Lang, N., op. cit. u bilj. 182. U njemačkoj pravnoj teoriji, često se problem pravne naravi načina postupanja, tj. *Verhaltensregeln* društva za upravljanje poistovjećuje s problemom pravne naravi načina postupanja, tj. *Verhaltensregeln* investicijskih društava (*Wertpapierdienstleistungsunternehmen*) prema Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG), vom 9. September 1998, BGBl. I S. 2708, (dalje u tekstu: WpHG). Problem pravne naravi najčešće se spominje u kontekstu obveze društva za upravljanje/investicijskih društava da djeluju u najboljem interesu ulagatelja/klijenata. O načinu postupanja investicijskih društava u hrvatskome pravu vidi: Čulinović-Herc, E., Način postupanja investicijskih društava prema klijentima pri obavljanju investicijskih usluga i sporovi zbog povrede tih pravila, Zbornik Pravnog fakulteta u Rijeci, 31 (1), 2010.

²⁰⁷ U njemačkoj pravnoj teoriji, ova se teorija naziva „*öffentlichrechtliche Theorie*“, i ima relativno malo pristalica, kao što je s aspekta pravne naravi *Verhaltensregeln* u WpHG-u Koller, I., u Assmann, H.-D., Schneider, U. H., Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, Köln, 2009., str. 1253.

²⁰⁸ Čl. 325. st. 5. t. 1. ZOIFJP. HANFA je društvu za upravljanje ovlaštena izreći sljedeće nadzorne mjere: preporuke upravi društva za upravljanje, javnu opomenu, naložiti otklanjanje nezakonitosti i nepravilnosti, naložiti posebne nadzorne mjere, oduzeti odobrenje za rad za sve ili za pojedine djelatnosti, odnosno za upravljanje svima ili pojedinim fondovima (čl. 341. ZOIFJP).

²⁰⁹ Čl. 374. st. 1. t. 15. i čl. 374 st. 1. t. 16. ZOIFJP.

²¹⁰ Pri tome bi se zahtjev trebao temeljiti na čl. 1049. ZOO-a, tvrdeći da je društvo za upravljanje namjerno ili nepažnjom povrijedilo svoje obveze kako su propisane načelima i odredbama o načinu postupanja prema ulagateljima, te slijedom toga tražiti na temelju čl. 1045. ZOO-a nadoknadu štete koja je time nastala ulagatelju. U njemačkoj sudskoj praksi, u tom smislu značajna je presuda njemačkog Vrhovnog suda, BGH, presuda od 9. 2. 2008. godine, objavljena u Zeitschrift für Wirtschaftsrecht- und Bankrecht, 2008., str. 825-828.

Prema drugoj teoriji, način postupanja društva za upravljanje, a posebice obveza društva za upravljanje da djeluje u interesu ulagatelja, dio je ugovora o ulaganju sklopljenog između društva za upravljanje i ulagatelja.²¹¹ Ova teorija ima svoje uporište u pravnoj naravi ugovora o ulaganju, koja je najbliža ugovoru o nalogu, jer je nalogoprimac pri ispunjavanju naloga dužan skrbiti o interesima nalogodavatelja.²¹² Ako društvo za upravljanje povrijedi primjerice svoju obvezu postupanja u najboljem interesu ulagatelja, tada ulagatelj može postaviti tužbeni zahtjev na temelju ugovorne odgovornosti društva za upravljanje.

Prema trećoj teoriji, koja je ujedno i najšire prihvaćena, *rules of conduct* društva za upravljanje imaju dvojaku pravnu narav. Pravila postupanja sadrže javnopravne zahtjeve prema društvu za upravljanje čije ispunjenje nadzire HANFA, a ujedno predstavljaju i dio ugovora o ulaganju sklopljenog između društva za upravljanje i ulagatelja.²¹³ Tako HANFA ima pravo nadzora i pokretanja prekršajnih postupaka, a ulagatelji se mogu pozivati na povredu ugovornih obveza društva za upravljanje, ako ono ne postupa u skladu s pravilima o načinu postupanja.

Svako pojedino pravilo postupanja valja podvrgnuti analizi – radi li se o javnopravnom pravilu čije ispunjenje može nadzirati samo HANFA ili se radi o pravilu obuhvaćenom ugovorom o ulaganju. Pri tomu, dijelom ugovora o ulaganju se ipak ne mogu smatrati odredbe koje su isključivo dio javnopravnog nadzora nad radom društva za upravljanje, kao što su organizacijski zahtjevi za društvo za upravljanje, zahtjevi za prekogranično oglašavanje fondova kojima upravlja i drugo.²¹⁴

Smatramo da je ispravno tumačenje da odredbe o načinu postupanja društva za upravljanje pri vođenju poslova imaju dvojaku pravnu narav, tj. da u sebi obuhvaćaju javnopravne i privatnopravne zahtjeve prema društvu za upravljanje. Iako se zakonodavac nije izrijekom odredio oko ovog pitanja, čini se prihvatljivim tumačiti da obveza djelovanja u interesu druge strane i poštovanje odredbi kojima se to konkretizira jest obveza koja se izvodi iz ugovora. S

²¹¹ U njemačkoj pravnoj teoriji, ova se teorija naziva „*privatrechtliche Theorie*“, i također ima relativno malo pristalica kao što su Beckmann, K., u Beckmann, K., Scholtz, R.-D., Vollmer, L. (ur.), *Investment, Handbuch für das gesamte Investmentwesen*, Berlin, 2005., § 9 InvG Rbr. 3; Einsele, D., *Anlegerschutz durch Information und Beratung*, *Juristen Zeitung*, 10, 2008., str. 482.

²¹² Čl. 765. ZOO.

²¹³ U njemačkoj pravnoj teoriji, ova se teorija naziva „*Lehre von der „Doppelnatur“*“, a koristi se i termin „*Doppelnormen*“. Ova teorija ima najviše pristalica te ju se može smatrati prevladavajućim mišljenjem u njemačkoj pravnoj teoriji. Vidi: Lang, N., op. cit. u bilj. 182. str. 294; Köndgen, J., *Die Entwicklung des privaten Bankrechts in den Jahren 1992-1995*, *Neue Juristische Wochenschrift*, 49 (9), 1996., str. 569; Schwintowski, H.-P., *Anleger- und objektgerechte Beratung in der Lebensversicherung, Versicherungswissenschaftliche Studien*, 7, 1997., str. 85; Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj 63., § 9 InvG Rbr. 11-13.

²¹⁴ Tako i za njemačko pravo Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj 63., § 28 InvG Rbr. 5.

druge strane, nadležnost HANFE da nadzire posluju li društva za upravljanje u skladu s propisanim načinom postupanja nije upitna. Stoga se može zaključiti da se način postupanja društva za upravljanje može promatrati i kao dio ugovornih obveza koje za društvo za upravljanje proizlaze iz ugovora o ulaganju, ali i da su dio javnopravne kontrole nad društvima za upravljanje koju provodi HANFA.

Međutim, ulagatelj ima pravo na postavljanje odštetnih zahtjeva prema društvu za upravljanje neovisno o kvalifikaciji pravne naravi pravila o načinu postupanja.²¹⁵ Odgovornost društva za upravljanje prema ulagateljima izričito je regulirana čl. 99. ZOIFJP-a, koji u st. 1. propisuje da je društvo za upravljanje odgovorno ulagateljima za uredno obavljanje poslova, između ostalih, i poslova koji su propisani ZOIFJP-om. S obzirom na takvu zakonsku formulaciju, ulagatelj ima neupitno pravo postavljati zahtjeve za naknadu štete prema društvu za upravljanje ako dođe do povrede ugovora ili zakonskih odredbi. Hoće li se pri tomu zahtjev temeljiti na ugovornoj i izvanugovornoj odgovornosti, ovisit će o konkretnoj povredi. Usporedno vođenje postupaka zbog kršenja javnopravnih propisa (prekršajni postupci), odnosno obveznopravnih propisa (odštetni postupci) imat će za posljedicu da društvo za upravljanje za istu povredu može biti osuđeno na plaćanje novčane kazne u prekršajnom postupku, odnosno na naknadu štete dosuđene u korist ulagatelja u postupku po tužbi ulagatelja zbog povrede ugovora o ulaganju.

Temeljem ugovora o ulaganju, društvo za upravljanje ima pravo na naknadu za upravljanje,²¹⁶ čiji je način izračuna izričito određen zakonom ili prospektom fonda, tako da je ulagatelj prije ulaganja upoznat s naknadama i troškovima koji se mogu naplaćivati bilo njemu izravno ili iz zasebne imovine fonda.²¹⁷ Prospektom se još dodatno može odrediti da će društvo za upravljanje naplaćivati i naknadu koja je vezana uz prinos UCITS fonda, ali samo

²¹⁵ Tako i za njemačko pravo: Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 138 Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhäsen, D. (ur.), op. cit. u bilj 63., § 28 InvG Rbr. 4.

²¹⁶ UCITS IV u čl. 90. predviđa da su države članice EU-a dužne odrediti način izračuna i granice naknade i troškova koje društvo za upravljanje može naplatiti fondu. Engleski termin za naknadu za upravljanje je „*remuneration*“, a za troškove „*expenditure*“.

²¹⁷ Čl. 69. st. 2. UCITS IV upućuje da prospekt fonda mora sadržavati i sve informacije koje su navedene u prilogu Direktive, u tzv. „Schedule A“ koji jasno predviđa u t. 1.18 da prospekt mora sadržavati „*Information concerning the manner, amount and calculation of remuneration payable by the common fund to the management company, the depositary or third parties, and reimbursement of costs by the common fund to the management company, to the depositary or to third parties.*“ Ovaj je zahtjev usvojen u čl. 244. ZOIFJP-a. HANFA može pravilnikom detaljnije propisati način izračuna naknade za upravljanje. Nadalje, čl. 245. ZOIFJP-a određuje i koji se drugi troškovi vezani uz obavljanje investicijskog posla, kao što je naknada depozitaru, troškovi vođenja registra udjela i drugo, mogu isplaćivati iz zasebne imovine fonda (čl. 245. st. 2. ZOIFJP).

ako su u prospektu jasno određeni uvjeti za isplatu naknade, visina naknade i način njenog izračuna.²¹⁸

Pored naknade za upravljanje koja se naplaćuje fondu, i shodno tome isplaćuje iz zasebne imovine fonda, društvo za upravljanje ima pravo naplatiti ulaznu i izlaznu naknadu iz fonda, i to izravno samom ulagatelju što ZOIFJP predviđa da se provodi tako da se ulaznu naknadu odbija od iznosa uplate u trenutku izdavanja udjela,²¹⁹ a izlaznu naknadu tako da ju se odbija od neto vrijednosti imovine fonda po udjelu u trenutku otkupa udjela.²²⁰ Dakle, ulagatelj na temelju ugovora o ulaganju je obvezan isplatiti naknadu društvu za upravljanje i podmiriti ostale troškove investicijskog posla kako su izričito određeni u ZOIFJP-u.

Pri tome valja naglasiti da je ZOIFJP, kao i ZIF 05, izričito odredio da pokazatelj ukupnih troškova UCITS fonda (eng. *total expense ratio*) ne smije prelaziti 3,5 % prosječne godišnje neto vrijednosti imovine UCITS fonda.²²¹ Sve troškove koji bi prešli taj postotak dužno je snositi društvo za upravljanje.²²² Međutim, formula za izračun ukupnih troškova UCITS fonda

²¹⁸ Čl. 244. st. 4. ZOIFJP. Ovakvo se rješenje značajno razlikuje od rješenja staroga ZIF-a 05 koji je izričito predviđao da se naknada za upravljanje ne može vezivati uz prinos UCITS fonda (čl. 94. st. 3. ZIF 05), što znači da ZOIFJP daje društvima za upravljanje veće ovlasti za određivanje svoje naknade, što potencijalno otvara problem određivanja previsokih naknada. Vezivanje visine naknade menadžera uz visinu prinosa fonda, karakteristično je za alternativne investicijske fondove, gdje ulažu profesionalni ulagatelji, a politika je ulaganja rizičnija. Međutim, UCITS V Direktiva izrijekom navodi u čl. 14. a st. 2. da se politike i prakse nagrađivanja društva za upravljanje (*remuneration policy*) mogu sastojati od fiksne i varijabilne komponente plaća. Ipak, UCITS V Direktiva uvodi razna načela kojima je cilj učiniti naknade i troškove koji se naplaćuju UCITS fondovima što transparentnijima i spriječiti zlouporabu određivanja varijabilnog dijela naknade društva za upravljanje. Tako primjerice čl. 14.b. st. 1.j predviđa da bi se samo jedan manji dio naknade menadžera trebao odrediti kao varijabilni, dok bi veći dio naknade trebao ostati fiksni, i to u toj mjeri da je moguće da društvo za upravljanje može normalno obavljati svoje poslove i ako se isplati samo fiksni dio ugovorene naknade.

²¹⁹ Čl. 244. st. 1. t. 1. ZOIFJP. Tu treba skrenuti pozornost na razliku u odnosu na ZIF 05 koji je predviđao da se ulazna naknada odbija od iznosa uplate *u trenutku prodaje udjela* (čl. 94. st. 1. ZIF 05). Ovakvu promjenu valja pozdraviti jer je rješenje prema ZIF-u 05 ostavljalo prostora razmišljanju da društvo za upravljanje ima pravo naplatiti ulaznu naknadu i pri derivativnom stjecanju udjela fonda, što ne bi bilo ispravno, jer stjecatelj udjela derivativnim putem stupa u pravni položaj svog prednika. ZOIFJP je stoga pravilno predvidio da se ulaznu naknadu odbija od iznosa uplate *u trenutku izdavanja udjela*. Udjel se izdaje samo jednom, i to pri originarnom stjecanju, tako da je sada zakonodavac nesporno riješio da se ulaznu naknadu može naplaćivati imatelju udjela samo pri originarnom stjecanju udjela.

²²⁰ Čl. 244. st. 1. t. 2. ZOIFJP.

²²¹ Čl. 248. st. 1. ZOIFJP, čl. 98. st. 1. ZIF 05. Način na koji se izračunava pokazatelj ukupnih troškova UCITS fonda nije propisan ZOIFJP-om, već je predviđeno da će način izračuna propisati HANFA pravilnikom. To je učinjeno Pravilnikom o strukturi i sadržaju godišnjih i polugodišnjih izvještaja i drugih izvještaja UCITS fonda (NN 100/13, 81/14), u čl. 3. st. 8. koji određuje da se pokazatelj ukupnih troškova fonda računa tako da se zbroje ukupni troškovi iz čl. 244. st. 2. ZOIFJP-a (naknada društva za upravljanje) i iz čl. 245. st. 2. ZOIFJP-a (koji propisuje koji se troškove mogu naplatiti iz imovine UCITS fonda), osim troškova iz točaka 2., 6. i 8., podijeljeno s prosječnom godišnjom neto imovinom UCITS fonda i pomnoženo sa 100. Za razliku od hrvatskoga, njemački zakonodavac nije ograničio visinu ukupnih troškova fonda. Ono što je jednako da se *total expense ratio* mora prikazati u prospektu fonda i u financijskim godišnjim izvještajima fonda (§166. st. 5 i § 101. st. 2. KAGB). Više o tomu u: Köndgen, J., Schmies, C., Die Neuordnung des deutschen Investmentrechts, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM), 11, 2004., str. 12; Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbühren, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 41 InvG Rbr. 1-41.

²²² Čl. 24. st. 2. ZOIFJP, čl. 98. st. 2. ZIF 05.

ipak ne obuhvaća sve troškove koji se isplaćuju iz zasebne imovine fonda,²²³ pri čemu se posebice ističu, tzv. transakcijski troškovi zasebnom imovinom fonda za koje se u komparativnoj literaturi navodi da prosječno mogu iznositi čak 0,7 % vrijednosti zasebne imovine fonda godišnje.²²⁴

Valja naglasiti da postavljanje granice ukupnih troškova fonda na iznos od 3,5 % prosječne godišnje neto vrijednosti imovine UCITS fonda, znatno odstupa od prosjeka naknade i troškova koje se naplaćuju UCITS fondovima u državama članicama EU-a.²²⁵ Uz to, često se ističe problem netransparentnosti navedenih troškova.²²⁶ U tom smislu, iznimno je važna

²²³ Dakle, pored troškova koji ulaze i iskazuju se kroz opisanu formulu ukupnog pokazatelja troškova fonda, postoje još neki troškovi koji se dodatno naplaćuju. Prema čl. 3. st. 8. Pravilnika o strukturi i sadržaju godišnjih i polugodišnjih izvještaja i drugih izvještaja UCITS fonda (NN 100/13), u izračun ne ulaze troškovi iz čl. 245. st. 2. točke 2. 6. i 8. ZOIFJP-a, odnosno troškovi, provizija ili pristojbi vezana uz stjecanje ili prodaju imovine, tj. transakcijski troškovi, porezi koje je fond dužan platiti na svoju imovinu ili dobit, te ostali troškovi određeni posebnim zakonima, kao što su troškovi HANFE. Prema formuli iz čl. 97. ZIF-a 05, troškovi i naknada depozitne banke nisu ulazili u izračun ukupnih troškova, što zaslužuje kritiku zbog netransparentnosti troškova koji se isplaćuju iz zasebne imovine te netočnosti izračuna ukupnih troškova fonda.

²²⁴ Tako za njemačko pravo navodi Schmitz, s time da se ograduje navodeći da visina transakcijskih troškova primarno ovisi o sastavu zasebne imovine fonda kojom se upravlja. Vidi: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 41 InvG Rbr. 23.

²²⁵ Pitanje naknade društava za upravljanje usko je povezano s pitanjem ukupnih troškova fonda ili, tzv. *total expense ratio*. Jasno je da ako je naknada društvu za upravljanje veća, da će i ukupni troškovi fonda biti veći. U istraživanju koje je u listopadu 2011. provedeno za EFAMU (*European Fund and Asset Management Association*), utvrđeno je da je prosječan *total expense ratio* za UCITS fondove koji ulažu u dionice/udjele 1, 75 %, a za UCITS fondove koji ulažu u druge financijske instrumente još i niži. Vidi Strategic Insight, Fund fees in Europe: Analyzing investment management fees, distribution fees, and operating expenses (dalje u tekstu: Fund fees in Europe), str. 7, http://www.efama.org/Publications/Statistics/Other%20Reports/EFAMA_Fund%20Fees%20in%20Europe%202011.pdf (4.10.2013.). Dakle, dok je prosječan *total expense ratio* za UCITS fondove u državama članicama EU svakako ispod 2 %, naš zakonodavac postavlja gornju granicu na iznimno visokih 3,5 %.

²²⁶ Iznimno je bitno uputiti na problem distribucijskih troškova, odnosno provizija koje naplaćuju osobe ovlaštene na prodaju i nuđenje udjela fondova. Najvećim distributerima smatraju se banke, pri čemu to mogu biti i ujedno banke koje obavljaju poslove depozitara za fondove čije udjele nude, investicijski savjetnici, i osiguravajuća društva. Provizije distributera koji su u biti prodajni zastupnici društva za upravljanje isplaćuju društvu za upravljanje i to iz naknade za upravljanje koja se naplaćuje fondu. Drugim riječima, praksa je da društva za upravljanje „dijele“ svoje naknade za upravljanje sa svojim zastupnicima, kao proviziju za prodane udjele fonda kojim upravlja društvo za upravljanje. Iako nema dostupnih podataka za hrvatsko tržište kapitala, smatramo da se indikativnima mogu smatrati podatci istraživanja za EFAMU, gdje je utvrđeno da društva za upravljanje UCITS fondova od naknade za upravljanje zadržavaju tek oko 47 % dok ostatak, otprilike 53 % zadržavaju distributeri. Raspodjela naknade za upravljanje malo se razlikuje ovisno o tome tko distribuira udjele fonda, pri čemu je utvrđeno da najviših 55 % od naknade za upravljanje zadržavaju osiguravajuća društva. Vidi: Fund fees in Europe, op. cit. u bilj. 225., str. 8. Njemački zakonodavac stoga je izričito uveo obvezu da se u prospektu i u financijskim godišnjim izvještajima mora navesti prima li društvo za upravljanje, tzv. *kick-backs* naknade od svojih distributera kao i koristi li značajan dio svoje naknade za upravljanje za naknadu potraživanja različitim distributerima udjela fonda (§ 10.1 st. 2. KAGB), što bi *de lege ferenda* trebalo uvesti i u Republiku Hrvatsku. O (ne)transparentnosti troškova fonda vidi općenito u Zetzsche, D., Zwischen Anlegerschutz und Standortwettbewerb: Das Investmentänderungsgesetz, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB), 6/07, 2007.; Schmolke, K. U., Kostentransparenz im Investmentrecht und Behavioral Law & Economics, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB), 6/07, 2007. Problem u vezi s tim je što, ulagatelji nemaju podatke o načinu kako se dijeli naknada za upravljanje. Iako je naknada za upravljanje obveznopravna tražbina društva za upravljanje, s kojom ono može slobodno raspolagati, potreba transparentnosti ipak postoji i zbog zaštite ulagatelja. Naime, ovakvom raspodjelom najviše koristi ostvaruju distributeri udjela, primjerice banke u sklopu pružanja investicijskih savjeta ili prodajom udjela UCITS fonda. Postavlja se pitanje pristranosti banaka i drugih financijskih posrednika pri pružanju tih usluga s obzirom na provizije koje ostvaruju. Pored zaštite

odredba čl. 157. t. 6. ZOIFJP-a prema kojoj su osobe ovlaštenje na nuđenje udjela UCITS fondova dužne upoznati potencijalnog ulagatelja o isplaćenom iznosu provizije ostvarene na temelju nuđenja udjela, i to kao postotak godišnje naknade za upravljanje društva za upravljanje, kao i postotak od ulazne ili izlazne naknade.²²⁷ Cilj informiranja ulagatelja o distribucijskoj naknadi postizanje je veće transparentnosti, koju smatramo da bi valjalo dovesti do razine gdje bi ulagatelji bili upoznati s načinom podjele naknade društva za upravljanje između različitih distributera udjela fonda.

2.1.5. Prestanak ugovora o ulaganju

Ugovor o ulaganju može prestati kao i svaki drugi obveznopravni odnos. Ipak, zbog specifičnih odnosa unutar investicijskog trokuta, primarno radi zaštite interesa ulagatelja i sigurnosti pravnog prometa udjelima, kod prestanka ugovora o ulaganju potrebno je razlikovati dvije situacije: kada dolazi do promjene subjekata ugovora o ulaganju pri čemu ugovor i dalje zadržava svoj obveznopravni identitet i kada dolazi do promjene sadržaja ugovora o ulaganju pri čemu dolazi do promjene obveznopravnog identiteta.²²⁸ U prvom

potencijalnih ulagatelja, i već postojeći ulagatelji trebali bi se zaštititi kroz ostvarivanje manjih naknada za upravljanje, što bi se moglo postići kada ne bi tako veliki dio naknade za upravljanje odlazio na provizije raznim distributerima. Stoga je i na razini EU-a sve prisutnija inicijativa za uvođenje, tzv. *advisor charging model*, prema kojemu bi investicijski savjetnici te svi koji distribuiraju udjele fondova naplaćivali višu naknadu za svoje usluge svojim klijentima, ali zato ne bi imali pravo na proviziju, tj. postotak od naknade za upravljanje društava za upravljanje, što bi posljedično trebalo rezultirati i naplatom manjih naknada za upravljanje. Time bi se postigla veća transparentnost pri ulaganju potencijalnih ulagatelja, te smanjili troškovi samih fondova. Također, jasnije bi se razdvojile usluge upravljanja investicijskom fondom od nuđenja i prodaje udjela fondova, posebice ako se radi o subjektima koji pripadaju istom financijskom konglomeratu. Također, problem distribucijskih provizija povezan je s tzv. retrocesijom (eng. *retrocession*). Iako se pojam retrocesija koristi i za institut reosiguranja osiguravajućih društava, u okviru naknade za upravljanje društva za upravljanje, odnosi se na pravni posao kojim distributer, kao što je primjerice banka, od svoje provizije iz naknade za upravljanje, dio, također u obliku provizije, daje drugim subjektima kao što su brokeri ili investicijski savjetnici koji su za svoje klijente kupili ili im savjetovali da kupe udjele fonda preko banke kao distributera. Time se dolazi do istog pravnog problema, a to je sukob interesa brokera, investicijskog savjetnika, osoba koje pružaju uslugu upravljanja individualnim portfeljem (*asset managers*) i drugih s interesima klijenata, i to zbog njihove potencijalne pristranosti te (ne)djelovanja u najboljem interesu klijenta.

²²⁷ Problem distribucijske naknade izričito je riješen za *master-feeder* fondove, gdje distribucijska naknada (kao i provizija ili druga novčana naknada) koju za ulaganje u glavni (*master*) fond dobije društvo za upravljanje napajajućeg (*feeder*) fonda neće pripasti društvu za upravljanje već napajajućem UCITS fondu, tj. zakonskom surogacijom pripast će zasebnoj imovini *feeder* fonda (čl. 299. st. 3. ZOIFJP-a), što je usvojeno zbog specifičnosti *master-feeder* struktura fondova, gdje *feeder* fondovi ulažu najmanje 85 % svoje imovine u udjele *master* fonda (čl. 280. st. 2. ZOIFJP). Isto vrijedi i kada udjele *master* fonda kupuje osoba koja djeluje u ime napajajućeg UCITS (*feeder*) fonda ili njegovog društva za upravljanje.

²²⁸ Naime, pod uvjetom da se radi o prenosivim obvezama, tj. da se ne radi o *intuitu personae* ugovornom odnosu, smatra se da promjena subjekata u obveznopravnom odnosu ne dovodi do promjene identiteta obveznopravnog odnosa, tj. ne dovodi do prestanka tog odnosa, dok promjena sadržaja obveznopravnog odnosa u pravilu dovodi do promjene identiteta ugovora, odnosno do njegova prestanka. Vidi: Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 443-444.

slučaju dolazi do prijenosa ugovora gdje ugovor o ulaganju ne prestaje,²²⁹ dok u drugom slučaju ugovor o ulaganju prestaje.

Također, s obzirom na prirodu investicijskog posla gdje društvo za upravljanje sklapa ugovore sa širokim krugom sukontraheata, valja razlikovati situacije u kojima prestaje ugovor s pojedinačnim ulagateljem od situacija kada do prestanka ugovora dolazi sa svim ulagateljima istovremeno. Prema ZOIFJP-u, jedini slučajevi gdje dolazi do prestanka pojedinačnog ugovora o ulaganju jest kada ulagatelj zatraži otkup ili zamjenu udjela, dok u svim drugim slučajevima prestanka ugovora o ulaganju, taj ugovor istovremeno prestaje za sve ulagatelje.²³⁰

U ugovoru o ulaganju promjena subjekta može nastupiti na strani ulagatelja i na strani društva za upravljanje.²³¹ Na strani ulagatelja nastupa kada ulagatelj prenese udjel UCITS fonda na treću osobu. Međutim, time ugovor o ulaganju ne prestaje, već dolazi do prijenosa ugovora koji kao posljedicu ima promjenu subjekta na strani ulagatelja, ali bez utjecaja na identitet obveznogodnosnog odnosa. Drugim riječima, nakon prijenosa udjela, nove stranke istog ugovora o ulaganju su društvo za upravljanje i novi stjecatelj udjela. Pristanak ugovorne strane koja ostaje u ugovoru (društva za upravljanje), a koji je potreban da bi prijenos ugovora

²²⁹ Prijenos ugovora je institut koji je izričito uređen u čl. 127.-129. ZOO-a. Prijenosom ugovora prenosi se cjelokupni pravni položaj jedne ugovorne strane, prenositelja na treću osobu, primatelja, što je puno šire od same cesije ili preuzimanja duga, a pri tome prvobitni obveznogodnosni odnos zadržava svoj identitet. Dakle, pravnim poslom prijenosa ugovora na primatelja prelaze sva prava i obveze prenositelja iz ugovornog odnosa s drugom ugovornom stranom koja i dalje ostaje u ugovoru, a prenositelj u potpunosti izlazi iz ugovora (čl. 127. st. 1. ZOO). Posljedica izlaska prenositelja iz ugovora jest i ta što druga ugovorna strana primatelju ne može isticati prigovore koje ima prema prenositelju (čl. 129. ZOO). Prijenos ugovora valja razlikovati od trostranog pravnog odnosa, gdje svaka strana međusobno sklapa ugovor. Naime, ugovor o prijenosu sklapaju prenositelj i primatelj, a njihov ugovor proizvodit će pravne učinke prema drugoj ugovornoj strani i prema svima trećima. Ipak, da bi se zaštitilo drugu ugovornu stranu, uvjet da bi ugovor o prijenosu počeo proizvoditi pravne učinke jest da je druga ugovorna strana dala pristanak na sklapanje ugovora o prijenosu, a ako se pristanak da unaprijed, tada je ugovor o prijenosu valjan u trenutku kada je druga ugovorna strana obaviještena o prijenosu (čl. 127. st. 3. ZOO). Prenositelj ne odgovara drugoj ugovornoj strani da će primatelj kao nova ugovorna strana ispuniti svoje obveze, iako se na to može posebno obvezati (čl. 128. st. 3. ZOO). Isto vrijedi i za pitanje jamstva prenositelja primatelju da će mu druga ugovorna strana ispuniti obveze iz ugovora (čl. 128. st. 2. ZOO). Više općenito o prijenosu ugovora za hrvatsko pravo u: Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 453-454; Česić, Z., Gorenc, V. *et al.*, u Gorenc, V. (ur.), Komentar Zakona o obveznim odnosima, Zagreb, 2005., str. 180-184. Međutim, hrvatski zakonodavac jedan je od rijetkih koji je zasebno uređio prijenos ugovora i priznao mu navedene pravne učinke. Tako primjerice njemački zakonodavac ne poznaje prijenos ugovora (*Vertragsübernahme*) kao dvostrani pravni posao. Vidi o tomu u: Looschelders, D., Schuldrecht, Allgemeiner Teil, München, 2011., str. 398.

²³⁰ Tako i za njemačko pravo vidi: Baur, J., Investmentgesetze, 1. Teilband, Kommentar, Berlin, 1997., § 13 Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, 17.4. 1957. (BGBl. I 378) (dalje u tekstu: KAGG), Rbr. 5; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2454; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 144.

²³¹ U okviru UCITS zakonodavstva postupak promjene depozitara ili društva za upravljanje prepušten je nacionalnim zakonodavstvima. Pri tomu se ipak predviđa da su države članice dužne predvidjeti pravila kojima se osigurava zaštita ulagatelja pri takvim promjenama. Vidi čl. 26. st. 1. UCITS V Direktive.

počeo proizvoditi pravne učinke,²³² društvo za upravljanje daje odobrenjem upisa raspolaganja udjelom u registar udjela.

Do prijenosa ugovora o ulaganju na druga društva za upravljanje može doći i voljom društva za upravljanje, i to u dvije moguće situacije: donošenjem odluke o dobrovoljnom prestanku obavljanja djelatnosti društva za upravljanje, kada prvobitno društvo za upravljanje mora pronaći novo društvo koje će upravljati fondom da bi se izbjegla likvidacija fonda,²³³ te odlukom o dobrovoljnom prijenosu poslova upravljanja cijelim fondom na drugo društvo za upravljanje,²³⁴ pri čemu prvobitno društvo ne namjerava prestati s obavljanjem djelatnosti, ali više neće upravljati određenim UCITS fondom.

U oba slučaja, ugovor o ulaganju kojega su sklopili ulagatelji s prvobitnim društvom za upravljanje zadržava svoj obveznopravni identitet, tj. ne dolazi do sklapanja novog ugovora, već novo društvo za upravljanje stupa u obveznopravni položaj prijašnjeg društva za upravljanje.

Također, u oba slučaja, ulagateljima je dano pravo na izlaz iz UCITS fonda, tj. otkup udjela bez naplate izlazne naknade.²³⁵ Ulagatelji će iskoristiti ovo pravo ako nisu zadovoljni novim društvom za upravljanje.

Društvo za upravljanje može dobrovoljno prestati obavljati svoje djelatnosti ako o tome donese odluku i obavijesti o svojoj odluci depozitara i HANFU najmanje 2 mjeseca prije dana prestanka upravljanja fondovima.²³⁶ U raskidnom roku od 2 mjeseca, društvo za upravljanje dužno je provesti postupak prijenosa poslova upravljanja fondovima na drugo društvo za upravljanje.²³⁷ U slučaju da ne uspije pronaći novo društvo za upravljanje i prenese upravljanje fondovima na njega, dužno je pokrenuti postupak likvidacije fondova.²³⁸

²³² Čl. 127. st. 3. ZOO.

²³³ Čl. 86. st. 2. ZOIFJP.

²³⁴ Čl. 76. ZOIFJP.

²³⁵ Kod dobrovoljnog prijenosa poslova upravljanja UCITS fondom vidi čl. 79. st. 2. ZOIFJP-a. Za prijenos poslova upravljanja nakon dobrovoljnog prestanka obavljanja poslova društva za upravljanje vidi čl. 86. st. 1. ZOIFJP-a koji se poziva na primjenu čl. 79. st. 2. ZOIFJP-a.

²³⁶ Čl. 85. ZOIFJP.

²³⁷ I to u skladu s čl. 76. do čl. 80. ZOIFJP-a, kojima se uređuje dobrovoljni prijenos poslova upravljanja fondom na drugo društvo za upravljanje. Njemački zakonodavac izričito isključuje mogućnost da društvo za upravljanje sklopi ugovor o prijenosu poslova upravljanja s drugim društvom za upravljanje. Naime, bilo da se radi o dobrovoljnom ili prisilnom prijenosu poslova upravljanja fondom, ugovor o ulaganju prestaje, a depozitar dobiva ulogu likvidirati fond ili pronaći novo društvo za upravljanje, što uz određene razlike, odgovara rješenju hrvatskoga zakonodavca za postupak prisilnog prijenosa polova upravljanja fondom. Vidi za njemačko pravo: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 40 InvG Rbr. 19; Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 116. Međutim, zagovara se da se u njemačkome pravu uvede mogućnost, tj. pravo društva za upravljanje da prenese poslove upravljanja fondom na drugo društvo za upravljanje. Vidi: Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 144.

²³⁸ Čl. 86. st. 2. ZOIFJP. Njemački zakonodavac također je predvidio da društvo za upravljanje može raskinuti ugovor o ulaganju, ali sa znatno dužim raskidnim ugovorom, i to najmanje 6 mjeseci od objave obavijesti o

Društvo za upravljanje ima pravo prenijeti poslove upravljanja cijelim fondom na drugo društvo za upravljanje, pri čemu se prvoga naziva društvom prenositeljem, a drugoga društvom preuzimateljem.²³⁹ Sva prava i obveze društva prenositelja u vezi s upravljanjem fondom prelaze na društva preuzimatelja.²⁴⁰ Sam postupak prijenosa poslova upravljanja fondom propisan je ZOIFJP-om, i nadopunjen Pravilnikom o prijenosu poslova upravljanja UCITS fondovima.²⁴¹ Prvi korak jest da društvo prenositelj i društvo preuzimatelj sklope ugovor o prijenosu poslova upravljanja investicijskim fondom koji mora sadržavati opis svih radnji i postupaka koje će oba društva poduzeti u vezi s prijenosom upravljanja i rok u kojemu će se poslovi upravljanja prenijeti na društvo preuzimatelja, pri čemu rok ne smije biti kraći od mjesec dana, a počinje teći od objave obavijesti o prijenosu poslova upravljanja.²⁴² Međutim, sklopljeni ugovor ne proizvodi pravne učinke dok HANFA ne da svoju suglasnost.²⁴³ Nakon što HANFA da svoju suglasnost, idući je korak objava tog podatka na internetskim stranicama društva prenositelja i društva preuzimatelja u roku od 8 dana od zaprimanja suglasnosti HANFE.²⁴⁴ Pored te objave, društvo prenositelj dužno je i osobno obavijestiti ulagatelje o prijenosu poslova upravljanja fondom na društvo prenositelja i to poštom ili na drugom odgovarajućem trajnom mediju, a sve u roku od 15 dana od dobivanja suglasnosti HANFE.²⁴⁵ Nakon objave obavijesti, ulagatelji imaju pravo otkupa svojih udjela bez plaćanja izlazne naknade, gdje ZOIFJP izričito propisuje da to pravo ulagatelji mogu iskoristiti u razdoblju od kada je HANFA dala svoju suglasnost do proteka roka od mjesec dana od nastupanja pravnih posljedica prijenosa upravljanja.²⁴⁶

Osim što dobrovoljni prijenos poslova upravljanja fondom ostvaruje pravni učinak prema svakom ulagatelju, kao ugovornoj strani, potrebno je razmotriti učinke koje taj prijenos

raskidu ugovora (§ 99. st. 1. KAGB), pri čemu u pravilima investicijskog fonda ugovorne strane mogu odrediti i duži rok.

²³⁹ Čl. 76. st. 1. ZOIFJP.

²⁴⁰ Čl. 80. st. 1. t. 1. ZOIFJP.

²⁴¹ NN 90/13.

²⁴² Čl. 76. st. 3. ZOIFJP.

²⁴³ Čl. 76. st. 2. ZOIFJP. U čl. 77. ZOIFJP-a točno je propisano koji se dokumenti moraju priložiti u zahtjevu za izdavanje suglasnosti HANFE na prijenos upravljanja fondom. HANFA može odbiti davanje suglasnosti ako bi prijenos upravljanja štetio interesima ulagatelja, što je detaljnije razrađeno u čl. 78. ZOIFJP-a.

²⁴⁴ Čl. 2. st. 1. Pravilnika o prijenosu poslova upravljanja UCITS fondovima kojim se razrađuje obveza iz čl. 79. st. 1. ZOIFJP-a. Osim na internetskim stranicama, oba društva nisu dužna, ali mogu objaviti informaciju o prijenosu poslova upravljanja i u jednom ili više dnevnih novina koje se prodaju na cijelom ili pretežitom području Republike Hrvatske, odnosno države u kojoj se trguje udjelima fonda nad kojim se prenosi upravljanje (čl. 2. st. 2. Pravilnika).

²⁴⁵ Čl. 2. st. 3. i čl. 2. st. 4. Pravilnika o prijenosu poslova upravljanja UCITS fondovima. Pri tome, osobna obavijest ulagateljima mora sadržavati najmanje podatke: o društvu koje preuzima upravljanje nad fondom, o svim postupcima i radnjama koje će društva za upravljanje poduzeti u vezi s prijenosom poslova upravljanja, o roku u kojem će se poslovi upravljanja prenijeti na društvo preuzimatelja te pravu na otkup udjela u fondu bez odbitka izlazne naknade, a sve u skladu s odgovarajućim odredbama ZOIFJP-a.

²⁴⁶ Čl. 79. st. 2. ZOIFJP.

proizvodi u odnosu na depozitara, odnosno na ugovor o obavljanju poslova depozitara kojeg je prvobitno društvo za upravljanje sklopilo s depozitarom UCITS fonda. Postavlja se pitanje dolazi li do prijenosa ugovorne pozicije prvobitnog društva za upravljanje na novo društvo za upravljanje i pri tom ugovoru. ZOIFJP na to pitanje ne daje odgovor. S obzirom na to da je društvo za upravljanje ono koje vrši izbor depozitara, smatramo da društvo prenositelj može prenijeti ugovor s depozitarom na društvo preuzimatelja (naravno uz pristanak depozitara), ali i da društvo preuzimatelj može odlučiti da će sklopiti novi ugovor o obavljanju poslova depozitara i to s istim ili novim depozitarom.

Slučajevi kada prema ZOIFJP-u ugovor o ulaganju prestaje su prije svega kada nastupe razlozi za prestanak ugovora koje su ulagatelji i društvo za upravljanje unaprijed odredili u ugovoru, pod čime se primarno misli na ulaganje u fond koji je osnovan na određeno vrijeme ili radi ostvarenja određene svrhe.²⁴⁷ Ako je fond osnovan na određeno vrijeme, tada prestaje na datum koji je u prospektu određen kao dan prestanka fonda,²⁴⁸ pri čemu se ne provodi likvidacija, već je društvo za upravljanje dan prije prestanka fonda obvezno izračunati cijenu udjela te izvršiti otkup prema toj cijeni svih udjela potpunom isplatom ulagateljima,²⁴⁹ što znači da tim datumom prestaje i ugovor o ulaganju. Društvo za upravljanje može donijeti odluku o prestanku fonda i prije isteka vremena na koje je fond osnovan ako je ostvarena svrha fonda ili ako ocijeni da je prestanak fonda u interesu ulagatelja.²⁵⁰ U oba slučaja, isplata se na račune ulagatelja ima izvršiti najkasnije u roku od 7 dana nakon prestanka UCITS fonda.²⁵¹

Ako razlog prestanka ugovora o ulaganju nije određen u samom ugovoru, ugovor može prestati voljom ulagatelja, voljom društva za upravljanje i po sili zakona neovisno o volji stranaka kada nastupe određene okolnosti predviđene ZOIFJP-om. U nekim slučajevima dolazi do likvidacije, u nekima ne, ali svima je zajedničko da kao posljedicu imaju prestanak ugovora o ulaganju.

Voljom ulagatelja ugovor o ulaganju prestaje kada ulagatelj zatraži otkup udjela od društva za upravljanje,²⁵² s čime je izjednačena i zamjena udjela. Međutim, ulagatelji ne mogu

²⁴⁷ Čl. 321. ZOIFJP.

²⁴⁸ Čl. 321. st. 1. ZOIFJP.

²⁴⁹ Čl. 321. st. 2. ZOIFJP.

²⁵⁰ Čl. 321. st. 4. ZOIFJP. Pri tomu mu nije potrebna suglasnost HANFE.

²⁵¹ Čl. 321. st. 3. ZOIFJP.

²⁵² Otkup udjela navodi se i u njemačkoj pravnoj literaturi kao jedan od razloga prestanka ugovora o ulaganju. Vidi: Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 102; Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 13 KAGG Rbr. 1; Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbühren, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 37 InvG Rbr. 5; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2443; Wendt, P., op. cit. u bilj. 97., str. 92.

opozvati ovlast upravljanja društvu za upravljanje,²⁵³ već do promjene društva za upravljanje može doći samo u slučajevima predviđenima ZOIFJP-om, kao što je prethodno prikazano.

ZOIFJP definira otkup kao pravni posao kojim ulagatelj konačno i bezuvjetno otkupljuje udjele od društva za upravljanje koje ih isplaćuje iz zasebne imovine fonda,²⁵⁴ pri čemu se udjeli gase. Udjele ne stječe društvo za upravljanje, odnosno oni otkupom ne prelaze u njegovu imovinu. Ulagatelji UCITS fondova imaju pravo na svakodobni otkup udjela,²⁵⁵ osim u iznimnim slučajevima predviđenima ZOIFJP-om i prospektom fonda.²⁵⁶ Zamjenom udjela postiže se isti učinak, jer kod zamjene ulagatelj istovremeno otkupljuje udjele u jednom fondu i za ista novčana sredstva kupuje udjele u drugom fondu kojim upravlja isto društvo za upravljanje.²⁵⁷ Drugim riječima, smatramo da valja tumačiti da ulagatelj i društvo za upravljanje istovremeno raskidaju ugovor o ulaganju i sklapaju novi ugovor o ulaganju u drugi fond kojim društvo za upravljanje također upravlja.²⁵⁸ Ove radnje ne uzrokuju pokretanje postupka likvidacije fonda, osim ako bi zbog otkupa udjela tijekom 3 uzastopna kalendarska mjeseca vrijednost imovine UCITS fonda pala ispod 5.000.000,00 kuna.²⁵⁹

Posebno je pitanje prestaje li ugovor o ulaganju smrću ulagatelja kada se radi o fizičkim osobama, odnosno prestankom postojanja pravne osobe koja je ulagatelj. Odgovor na ovo

²⁵³ Tako i za luksemburško pravo vidi: Kremer, C., Lebbe, I., op. cit. u bilj. 32., str. 83.

²⁵⁴ Čl. 165. st. 1. ZOIFJP. Pravilo je da se isplata vrši novčanim sredstvima, ali ZOIFJP predviđa i tzv. otkup „*in specie*“ (čl. 166. ZOIFJP), i to kao iznimku, koja se primjenjuje kada bi se zbog otkupa trebalo prodati imovinu fonda čime bi se u nepovoljan položaj doveli ostali ulagatelji fonda. Do ovog otkupa može doći isključivo ako se kao takvog predvidjelo u prospektu fonda. A radi se o tome da se udjel otkupljuje prijenosom odgovarajućeg postotka svake vrste imovine fonda u ukupnoj vrijednosti udjela koji se otkupljuje. Također, moguće je, a radi zaštite interesa ostalih ulagatelja, kombinirati otkup novčanim sredstvima i otkup „*in specie*“, ali ponovno pod uvjetom da je mogućnost takve kombinacije naznačena u prospektu (čl. 166. st. 2. ZOIFJP).

²⁵⁵ Čl. 165. st. 2. ZOIFJP. Pravo otkupa udjela ukoričeno je u udjelu UCITS fonda kao nematerijaliziranog financijskog instrumenta kod UCITS fondova, što je izravna posljedice *open-end* načela UCITS fondova.

²⁵⁶ Prva situacija je kada ulagatelj ne može slobodno raspolagati svojim udjelom. Ulagatelj ne može slobodno raspolagati udjelom ako je na udjelu zasnovan teret ili pravo trećih osoba, kao što je založno pravo, prijenos vlasništva radi osiguranja tražbine i drugo (čl. 175. ZOIFJP). Iduća je situacija kada ulagatelj može slobodno raspolagati udjelom, ali društvo za upravljanje uz suglasnost depozitara može obustaviti otkup udjela, što istovremeno povlači sa sobom i zabranu izdavanja novih udjela, ako za to postoje osnovani i dostatni razlozi koji su u interesu već postojećih ili potencijalnih ulagatelja (čl. 168. st. 1. ZOIFJP). Društvo za upravljanje mora prijaviti obustavu otkupa udjela HANFI, a tu informaciju mora objaviti i na svojim internetskim stranicama te barem u jednim dnevnim novinama koje se prodaju na području Republike Hrvatske kao i druge države u kojoj se trguje tim udjelima (čl. 168. st. 3. i čl. 168. st. 4. ZOIFJP). Obustavu otkupa udjela može naložiti i HANFA zbog istih razloga zbog kojih i društvo za upravljanje može donijeti takvu odluku (čl. 168. st. 6. ZOIFJP). Također, kod prisilnog prijenosa poslova upravljanja fondom, depozitar je dužan obustaviti otkup/izdavanje udjela (čl. 82. st. 3. ZOIFJP). Obustava izdavanja i otkupa udjela može trajati najdulje 28 dana, a ovaj se rok može produžiti jedino uz izričitu suglasnost HANFE (čl. 169. st. 1. ZOIFJP). Isto, kako je objavljena obustava otkupa/izdavanja, potrebno je objaviti i prestanak obustave otkupa/izdavanja (čl. 169. st. 2. ZOIFJP).

²⁵⁷ Čl. 167. ZOIFJP.

²⁵⁸ Radit će se o novom ugovoru o ulaganju jer iako subjekti, tj. ugovorne strane ostaju iste, dolazi do bitne promjene sadržaja obveznogodnosnog odnosa. A kada dolazi do promjene glavne činidbe ili pravne osnove, što je u ovom slučaju promjena fonda, smatra se da dolazi i do promjene identiteta obveznogodnosnog odnosa. Tako i Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 444.

²⁵⁹ Čl. 239. st. 1. ZOIFJP.

pitanje ne može se pronaći u okviru ZOIFJP-a, već supsidijarnom primjenom odredaba ZOO-a, odnosno ZTD-a. Naime, s obzirom na to da je ugovor o ulaganju po svojoj pravnoj prirodi najbližiji ugovoru o nalogu, smatramo da se na pitanja koja nisu riješena ZOIFJP-om, supsidijarno trebaju primijeniti rješenja ZOO-a kojima se uređuje ugovor o nalogu.²⁶⁰ Prema ZOO-u, osnovno pravilo jest da ugovor o nalogu neće prestati smrću nalogodavca, osim ako je tako ugovoreno.²⁶¹ Drugim riječima, ugovor o nalogu neće prestati ako dođe do smrti ulagatelja, već će društvo za upravljanje i dalje biti dužno ispunjavati svoje obveze na temelju ugovora o ulaganju. Nakon što se provede ostavinski postupak, doći će do prijenosa ugovora na temelju zakona s prijašnjeg ulagatelja na njegovog nasljednika, gdje ugovor o ulaganju neće prestati već će se nastaviti s nasljednikom kao novom ugovornom stranom na strani ulagatelja. Nasljednik, kao novi ulagatelj, može zatražiti otkup udjela te tako raskinuti ugovor o ulaganju s društvom za upravljanje.

Ulagatelj može biti i pravna osoba. Prema čl. 781. st. 5. ZOO-a, ugovor o nalogu prestaje u slučajevima kada nalogodavac ili nalogoprimac koji su pravne osobe prestanu postojati.²⁶² Pri određivanju je li došlo do prestanka ugovora o ulaganju kada je ulagatelj trgovačko društvo, valja primijeniti odredbe ZTD-a kao *lex specialis* za trgovačka društva.²⁶³

²⁶⁰ O supsidijarnoj primjeni odredbi ugovora o nalogu na ugovor o ulaganju govori se i u francuskoj pravnoj literaturi. Kao prednosti supsidijarne primjene tih odredbi navodi se, između ostalog, poznati sustav građanskog prava o ugovoru o nalogu koji pruža dodatnu pravnu sigurnost ulagateljima u okviru njihovog odnosa prema društvu za upravljanje, te postavlja pitanja iz nove domene prava – tržišta kapitala u duboko uvriježeni građanskopravni okvir. Vidi: Storck, M., op. cit. u bilj. 104., str. 73.

²⁶¹ Čl. 781. st. 3. ZOO-a. S druge strane, ugovor će prestati ako nastupi smrt nalogoprimalca. To odgovara rješenjima ZOIFJP-a, gdje će prestanak društva za upravljanje, prisilni ili dobrovoljni, dovesti i do prestanka ugovora o ulaganju, kako će nadalje biti argumentirano u tekstu. O prestanku ugovora o nalogu vidi općenito: Česić, Z., Gorenc, V., et al., u Gorenc, V. (ur.), op. cit. u bilj. 229., str. 1150.

²⁶² Prestanak ugovora o nalogu uređeno je posebno i Stečajnim zakonom (dalje u tekstu: SZ) (NN 44/96, 29/99, 129/00, 123/03, 82/06, 116/10, 25/12, 133/12) koji kao *lex specialis* predviđa način prestanka ugovora o nalogu kada je nalogodavac dužnik nad kojim je otvoren stečajni postupak. Prema SZ-u, u tom slučaju nalog prestaje postojati (čl. 122. st. 1. SZ), a ako nalogoprimac nastavi s obavljanjem posla, pod uvjetom da bez svoje krivnje nije saznao za otvaranje stečajnog postupka, nalog ipak ostaje na snazi (čl. 122. st. 2. SZ). Otvara se pitanje mogu li se ova rješenja primijeniti i na ugovor o ulaganju, kada se nad ulagateljem otvori stečajni postupak. Smatramo da je primjena SZ-a u ovom slučaju vrlo ograničena te da odredbe SZ-a treba tumačiti u skladu sa specifičnostima investicijskog posla. Primjerice, tako je ZOIFJP-om predviđeno da diobu zajedničke zasebne imovine UCITS fonda ne može zahtijevati, između ostalih, ni stečajni upravitelj pojedinog ulagatelja (čl. 94. st. 2. ZOIFJP). *De lege ferenda* ovo bi pitanje trebalo izričito urediti u sklopu ZOIFJP-a, a u međuvremenu, smatramo da bi društva za upravljanje mogla u ugovoru o ulaganju i u pravilima predvidjeti prava i obveze društva za upravljanje kada se nad ulagateljem otvori stečajni postupak.

²⁶³ Smatramo da prestanak trgovačkog društva neće uvijek dovesti i do prestanka ugovora o ulaganju. Iako je opće pravilo da kod prestanka trgovačkih društava prema ZTD-u, prestaju i sva prava i obveze kojih su bili nositelji, iznimka je kod statusnih promjena društava, kada primjerice sva prava i obveze dioničkog društva koje se pripaja drugom dioničkom društvu, i time prestaje postojati, na temelju čl. 522. st. 3. ZTD-a prelaze na dioničko društvo preuzimatelja. Društvo preuzimatelj smatra se općim pravnim sljednikom društva koje se pripaja, te ulazi u sve pravne odnose pripojenog društva. U tom smislu valja poštovati odredbe ZTD-a koji kao *lex specialis* ima prednost pred rješenjem iz čl. 781. st. 5. ZOO-a, prema kojemu do prestanka ugovora o nalogu dolazi uvijek kada prestane postojati nalogodavatelj - pravna osoba. Primijenjeno na ugovor o ulaganju, to znači da ako je pripojeno društvo bilo ulagatelj UCITS fonda, na temelju *ex lege* prijenosa ugovora između pripojenog

Ugovor o ulaganju prestaje i kada društvo za upravljanje donese odluku o spajanju ili pripajanju UCITS fonda s drugim UCITS fondom kojime upravlja isto ili drugo društvo za upravljanje.²⁶⁴ Riječ je o statusnim promjenama UCITS fonda, iako je UCITS fond zasebna imovina bez pravne osobnosti.²⁶⁵ Društvo preuzimatelj može biti postojeće ili novoosnovano društvo za upravljanje, a moguće je da između društva prenositelja i društva preuzimatelja i depozitara postoji korporativna povezanost.²⁶⁶ S obzirom na to da kod statusnih promjena UCITS fonda dolazi do bitne promjene sadržaja ugovora o ulaganju, smatramo da to za posljedicu ima prestanak prvobitnog, te sklapanje novog ugovora o ulaganju.²⁶⁷

Ugovor o ulaganju može prestati i nastupom vanjskih okolnosti na strani društva za upravljanje. Radi se o prisilnom raskidu ugovora o ulaganju. ZOIFJP predviđa da će to biti

društva i društva preuzimatelja, ugovor o ulaganju neće prestati, ali će se na strani ulagatelja pojaviti nova stranka, tj. društvo preuzimatelj. Društvo za upravljanje je, naravno, uvijek ugovorna strana ugovora o ulaganju.

²⁶⁴ Čl. 252. ZOIFJP. Da fondom prenositeljem i fondom preuzimateljem može upravljati i isto društvo za upravljanje vidi smislenim tumačenjem u čl. 259/7 ZOIFJP-a. Spajanje i pripajanje inače spadaju u statusne promjene društava kapitala prema Zakonu o trgovačkim društvima, a po uzoru na njih i ZOIFJP predviđa mogućnost provođenja spajanja ili pripajanja fondova. Pored ove dvije promjene, društvo za upravljanje može provesti i preoblikovanje fonda u napajajući investicijski fond u okviru *master-feeder* strukture (čl. 281. st. 2. ZOIFJP), gdje također dolazi do promjene sadržaja ugovora o ulaganju, pri čemu je obvezna i promjena prospekta i pravila UCITS fonda (čl. 282 st. 2 ZOIFJP). ZOIFJP definira pripajanje UCITS fonda kao prijenos cjelokupne imovine jednog ili više UCITS fondova (fond prenositelj) na drugi UCITS fond (fond preuzimatelj) (čl. 252. st. 2. ZOIFJP), a spajanje kao prijenos cjelokupne imovine dvaju ili više UCITS fondova na UCITS fond koji se time osniva (čl. 252. st. 3. ZOIFJP). Pravne posljedice kod spajanja i pripajanja fondova su da fondovi prenositelji prestaju postojati bez provođenja likvidacije, a sva imovina tih fondova prelazi na fond preuzimatelja (čl. 253. st. 1. ZOIFJP). Društvo za upravljanje koje upravlja fondom preuzimateljem stupa u sve pravne poslove društva za upravljanje fonda prenositelja u svoje ime i za račun fonda preuzimatelja (čl. 253. st. 2. ZOIFJP).

²⁶⁵ Zapravo dolazi do spajanja (ili pripajanja) dva imovinskopravna entiteta, na način da se upravljanje nad „jednom“ zasebnom imovinom fonda prenosi društvu za upravljanje koje upravlja fondom preuzimateljem, s kojim će se prenesena zasebna imovina spojiti, odnosno kojemu će se pripojiti. Pri tom nije dopušteno dijeliti zasebnu imovinu fonda. To jasno proizlazi iz čl. 76. st. 4. ZOIFJP-a koji predviđa da se u postupku prijenosa upravljanja fondom prenosi drugom društvu za upravljanje cjelokupni investicijski fond, te iz čl. 252. st. 4. ZOIFJP-a koji propisuje da u statusnim promjenama spajanja i pripajanja može sudjelovati samo jedan fond preuzimatelj što znači da se prenosi samo cjelokupna imovina fonda. Kada bi sudjelovalo više fondova preuzimatelja, time bi se impliciralo da se imovina fonda može dijeliti i odvojeno prenositi različitim fondovima, tj. društvima za upravljanje koji njima upravljaju.

²⁶⁶ Tu se primarno misli na slučaj kada je depozitar osnovao društvo prenositelja i društvo preuzimatelja, a posebice kod prisilnog prijenosa poslova upravljanja fondom kada depozitar provodi postupak prijenosa poslova, to znači da depozitar može prenijeti poslove upravljanja i na društvo prenositelja kojega je sam osnovao. Tako i za njemačko pravo vidi Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 39 InvG Rbr. 15.

²⁶⁷ Naime, kod statusnih promjena UCITS fonda, imatelj udjela u fondu prenositelju dobiva udjele u fondu preuzimatelju (čl. 253. st. 3. ZOIFJP). Drugim riječima, potrebno je izdati novi udjel koji će u sebi inkorporirati novi ugovor o ulaganju sklopljen između ulagatelja i društva koje upravlja fondom preuzimateljem, neovisno o tome radi li se o istom ili o drugom društvu za upravljanje. Pri tome ulagatelj ima pravo odbiti sklapanje novog ugovora o ulaganju, tj. ima pravo tražiti od fonda prenositelja, tj. od društva za upravljanje otkup udjela bez naplate izlazne naknade u razdoblju od obavijesti ulagatelja o provođenju pripajanja/spajanja do trenutka kada stupi na snagu zabrana otkupa/izdavanja udjela koja nastupa pet radnih dana prije dana izračuna omjera zamjene (čl. 265. st. 1. i čl. 265. st. 3. ZOIFJP). O obvezi obavješćavanja ulagatelja o postupku pripajanja i spajanja vidi Pravilnik o obavješćavanju ulagatelja kod pripajanja UCITS fondova (NN 85/13). Pravo na otkup udjela bez izlazne naknade dano je i ulagatelju fonda preuzimatelja prema društvu za upravljanje koje upravlja fondom preuzimateljem (čl. 265. st. 2. ZOIFJP).

slučaj kada HANFA oduzme društvu za upravljanje odobrenje za upravljanje fondom,²⁶⁸ i kada je nad društvom za upravljanje otvoren stečajni postupak ili postupak likvidacije.²⁶⁹ Ugovor o ulaganju, dakle, prestaje u trenutku kada nastupe navedene okolnosti koje su okidač za prisilni prijenos poslova upravljanja fondom.²⁷⁰ Pri tome je posebna uloga dana depozitaru, koji sklapa novi *sui generis* ugovor s ulagateljima kojim se obvezuje obavljati neodgodive poslove upravljanja fondom,²⁷¹ i to od trenutka nastupanja razloga za prisilni prijenos poslova upravljanja fondom do nastupanja pravnih posljedica uspješnog prijenosa poslovanja na drugo društvo za upravljanje.²⁷² U oba slučaja, depozitar je dužan provesti natječaj za pronalazak novog društva za upravljanje,²⁷³ a ako to ne uspije u roku od 60 dana od nastupanja razloga za prisilni prijenos poslova upravljanja fondom, depozitar je dužan provesti postupak likvidacije fonda.²⁷⁴

Ugovor o ulaganju još prestaje kada nastupe okolnosti kada je prema ZOIFJP-u društvo za upravljanje dužno provesti likvidaciju fonda, a to su slučajevi kada je depozitar raskinuo ugovor o obavljanju poslova depozitara ako društvo za upravljanje u roku od 2 mjeseca o primitku obavijesti o raskidu ne sklopi ugovor s novim depozitarem,²⁷⁵ i ako prosječna neto vrijednost zasebne imovine UCITS fonda padne ispod 5.000.000,00 kuna kroz 3 uzastopna kalendarska mjeseca.²⁷⁶ Tada ulagatelji ostvaruju svoje pravo iz udjela prema društvu za upravljanje na provedbu likvidacije i podjelu ostatka likvidacijske mase.

Vezano uz likvidaciju UCITS fonda, iz čl. 319. ZOIFJP-a, razvidno je da zakonodavac ulagatelja stavlja u različit položaj ovisno o tome je li zahtjev za otkup udjela postavio prije donošenja odluke o likvidaciji ili nakon odluke o likvidaciji.²⁷⁷ Ako je ulagatelj postavio zahtjev za otkupom udjela prije donošenja odluke o likvidaciji fonda, tada se njegov zahtjev namiruje kao sve ostale obveze fonda. Nakon otvaranja likvidacije, prvo se namiruju sve

²⁶⁸ Čl. 81. t. 1. ZOIFJP.

²⁶⁹ Čl. 81. t. 2. ZOIFJP.

²⁷⁰ S obzirom na to da njemački zakonodavac predviđa isti postupak i pravne posljedice kod dobrovoljnog i kod prisilnog prijenosa poslova upravljanja, smatra se da u oba slučaja dolazi do prestanka ugovora o ulaganju. Vidi o tomu u: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 39 InvG Rbr. 16; Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 13 KAGG Rbr. 2; Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 105; Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 113.

²⁷¹ O tomu je više rečeno u poglavlju 2.3.1.

²⁷² Čl. 82. ZOIFJP.

²⁷³ Čl. 83. ZOIFJP.

²⁷⁴ Čl. 84. ZOIFJP.

²⁷⁵ Čl. 315. st. 1. t. 2. ZOIFJP.

²⁷⁶ Čl. 239. ZOIFJP.

²⁷⁷ Vidi Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., Depozitar, u Čulinović-Herc, E. (ur), Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, 2013., str. 343.

obveze UCITS fonda iz čl. 319. st. 2. ZOIFJP-a, a tek nakon toga se preostala neto vrijednost UCITS fonda dijeli imateljima udjela.²⁷⁸

Naposljetku, valja odgovoriti prema kome ulagatelji mogu ostvarivati svoja prava nakon prijenosa poslova upravljanja nad UCITS fondom. S obzirom na to da se kod prijenosa poslova upravljanja fondom društvu preuzimatelju prenosi cjelokupni investicijski fond,²⁷⁹ gdje sva prava i obveze društva prenositelja u vezi s upravljanjem fondom prelaze na društvo preuzimatelja,²⁸⁰ ulagatelj svoja prava iz udjela može ostvarivati isključivo prema društvu preuzimatelju. Otvara se pitanje može li ulagatelj i dalje zahtijevati od društva prenositelja ispunjenje tražbina koje su nastale dok je društvo prenositelj još bio ugovorna stranka ugovora o ulaganju. Smatramo da ulagatelj prema društvu preuzimatelju može postaviti sve zahtjeve koji proizlaze iz ugovora o ulaganju, uključujući i zahtjeve koji su nastali prije prijenosa poslova upravljanja fondom, osim zahtjeva *intuitu personae* koji su nastali prema društvu prenositelju, koje bi i dalje mogao ostvarivati samo prema društvu prenositelju. Primjer navedenog bio bi zahtjev za naknadom štete zbog povrede društva prenositelja.²⁸¹

2.2. Pravni odnos između društva za upravljanje i depozitara

Pravni odnos između društva za upravljanje i depozitara temelji se na ugovoru kojeg sklapaju ova dva subjekta, a kojeg ZOIFJP naziva „ugovorom o obavljanju poslova depozitara“.²⁸² Ugovorom se može obuhvatiti i više UCITS fondova kojima društvo za upravljanje upravlja, uz uvjet da ih se izrijeком navede.²⁸³ Svaki UCITS fond osnovan u Republici Hrvatskoj mora imati depozitara,²⁸⁴ pri čemu može imati samo jednog depozitara.²⁸⁵

²⁷⁸ Čl. 319. st. 2. ZOIFJP.

²⁷⁹ Čl. 76. st. 4. ZOIFJP.

²⁸⁰ Čl. 80. st. 1. t. 1. ZOIFJP.

²⁸¹ Tako i za njemačko pravo Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 39 InvG Rbr. 10.

²⁸² Čl. 213. st. 3. ZOIFJP. Za njemačko pravo vidi § 68. st. 1. KAGB-a. U njemačkoj se pravnoj literaturi ovaj ugovor označava kao „*Depotbankvertrag*“. Vidi: Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 25; Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., vor §§ 20-29 InvG Rbr. 2; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 132; Beckmann, K., u Beckmann, K., Scholtz, R.-D., Vollmer, L. (ur.), op. cit. u bilj. 211., § 20 InvG Rbr. 29; Reiss, M., op. cit. u bilj. 104., str. 148. U austrijskom pravu se ovaj ugovor naziva „*Bestellungsvertrag*“. Vidi Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/151. U slovenskom se pravu ovaj ugovor naziva „pogodba o opravljaju skrbniških storitev“ (čl. 182. ZISDU-2).

²⁸³ Čl. 6. st. 4. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda (NN 93/13).

²⁸⁴ Inače fond ide u likvidaciju (čl. 315. st. 1. t. 2. ZOIFJP).

²⁸⁵ Čl. 213. st. 7. ZOIFJP.

Ugovor se mora sklopiti u pisanom obliku,²⁸⁶ kao i svake naknadne dopune i izmjene ugovora,²⁸⁷ a na izbor svakog depozitara, kao i za svaku promjenu, HANFA mora dati suglasnost.²⁸⁸ Tek kada HANFA da svoju suglasnost, ugovor o obavljanju poslova depozitara stupa na snagu, tj. počinje proizvoditi pravne učinke.²⁸⁹ Isto vrijedi i za izmjene i dopune ovoga ugovora.

Ugovor o obavljanju poslova depozitara nije imenovani ugovor u hrvatskome pravu. Radi se o ugovoru *sui generis* jer u sebi obuhvaća karakteristike više raznih ugovora.²⁹⁰ Po svojim je karakteristikama najbliži ugovoru o nalogu s elementima inominatnog ugovora o službi,²⁹¹ ali sadrži i elemente ugovora o depozitu, tj. polaganja vrijednosnih papira,²⁹² te elemente žiro ugovora.²⁹³ Zbog ovih karakteristika, mogao bi se odrediti i kao poseban tip bankarskog ugovora.²⁹⁴

Glavna činidba depozitara iz ugovora o obavljanju poslova depozitara pohrana je i administriranje zasebne imovine fonda,²⁹⁵ za što ima pravo na naknadu. Dakle, radi se o naplatnom ugovoru, gdje ako cjenik za obavljanje poslova depozitara nije sastavni dio ugovora o obavljanju poslova depozitara, da bi HANFA dala suglasnost na izbor depozitara, potrebno je uz ugovor, zasebno priložiti i cjenik depozitarevih usluga.²⁹⁶ Pri tome se naknada

²⁸⁶ Čl. 213. st. 3. ZOIFJP.

²⁸⁷ Čl. 6. st. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

²⁸⁸ Čl. 214. st. 1. ZOIFJP. Tako i njemački zakonodavac daje istu ulogu BaFIN-u pri sklapanju ugovora o obavljanju poslova depozitara (§ 69. st. 1. KAGB).

²⁸⁹ Čl. 6. st. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

²⁹⁰ Tako za hrvatsko pravo Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 388. Za austrijsko pravo vidi Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/152. Za njemačko pravo vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., vor §§ 20-29 InvG Rbr. 2; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2458; Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 12; Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 25; Reiss, M., op. cit. u bilj. 104., str. 149; Beckmann, K., u Beckmann, K., Scholtz, R.-D., Vollmer, L. (ur.), op. cit. u bilj. 211., § 20 InvG Rbr. 29; Müller, G., Die Rechtsstellung der Depotbank im Investmentgeschäft nach deutschem und schweizerischem Recht, Thèse, Benningen, 1969., str. 56.

²⁹¹ Müller, G., op. cit. u bilj. 290. Drukčije mišljenje o pravnoj naravi ugovora o obavljanju poslova depozitara u njemačkoj pravnoj teoriji zastupa Ohl, koji smatra da društvo za upravljanje i depozitar sklapaju društveni ugovor (*Gesellschaftsvertrag*) kojim nastaje partnerstvo, tj. unutarnje društvo kojim svaki od ova dva subjekta preuzima određene obveze, a zajedničko im je da djeluju u interesu ulagatelja. Ovo viđenje pravne naravi ugovora o obavljanju poslova depozitara je izdvojeno, i nisu ga prihvatili drugi njemački autori. Vidi: Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 88-94. Tako Klenk jasno navodi da društvo za upravljanje i depozitar nemaju zajednički interes, već da kroz ugovor o službi oba subjekta izvršavaju tuđe interese, a to su interesi ulagatelja. Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 16.

²⁹² Element pohrane zasebne imovine fonda, koja se kod UCITS fondova, primarno sastoji od prenosivih vrijednosnih papira (čl. 249. ZOIFJP), ključan je element ugovora o obavljanju poslova depozitara.

²⁹³ Elementi žiro računa su primjerice kada depozitar na računu fonda drži novčane uplate ulagatelja pri početnoj ponudi udjela (čl. 242. st. 1. ZOIFJP) ili ako se imovina fonda sastoji od novca na računima (čl. 249. st. 1. t. 8. ZOIFJP) i drugo.

²⁹⁴ U njemačkoj literaturi o svrstavanju, tzv. „Depotbankvertrag“ u „Bankvertrag“, tj. bankarske ugovore, i to kao poseban tip bankarskog ugovora vidi: Müller, G., op. cit. u bilj. 290., str. 64.

²⁹⁵ Čl. 213. st. 1. ZOIFJP.

²⁹⁶ Čl. 2. st. 2. t. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

i troškovi depozitara naplaćuje izravno iz zasebne imovine UCITS fonda,²⁹⁷ što je posebnost ovog ugovora.

Sklapanje ovog ugovora preduvjet je za sklapanje ugovora o ulaganju. Ponudu za sklapanje ugovora daje društvo za upravljanje, koje bira depozitara prije no što je UCITS fond osnovan, a što jasno proizlazi iz rješenja ZOIFJP-a da je društvo za upravljanje pri postavljanju zahtjeva za osnivanje UCITS fonda, HANFI dužno priložiti i ugovor o obavljanju poslova depozitara.²⁹⁸

Sadržaj ugovora o obavljanju poslova depozitara mahom je određen kogentnim odredbama ZOIFJP-a²⁹⁹ i Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.³⁰⁰ Spomenuti pravilnik poseban je naglasak stavio na obveze depozitara o obavještanju društva za upravljanje vezano uz zasebnu imovinu UCITS fonda koju drži u pohrani, što smatramo iznimno važnim za zaštitu interesa ulagatelja. Tako je depozitar dužan obavijestiti o ažuriranom popisu zemalja u kojima je moguće držati imovinu u skrbništvu,³⁰¹ te obavijestiti društvo za upravljanje kada odvajanje imovine koje provodi poddepozitar u odnosu na imovinu koja se kod njega nalazi u pohrani nije dovoljno da bi se zasebna imovina UCITS fonda zaštitila od nesolventnosti poddepozitara.³⁰²

Također, kada depozitar ili društvo za upravljanje namjeravaju delegirati obavljanje poslova, a koje su ovlaštene delegirati prema ZOIFJP-u, dužni su u ugovoru posebno naznačiti informaciju smije li depozitar ili poddepozitar raspolagati imovinom UCITS fonda u pohrani, te pod kojim uvjetima.³⁰³ To se pravo temelji na čl. 226. st. 1.d ZOIFJP-a. Ovu odredbu smatramo preširoko postavljenom, jer na prvi pogled dopušta da depozitar i poddepozitar raspolaze zasebnom imovinom UCITS fonda i za svoj račun, što je protivno jednom od osnovnih načela investicijskog posla, a to je odvojenost imovine fonda od imovine depozitara. No, u praksi se navedenu odredbu tumači kao dopuštenje poddepozitaru da namiruje svoju

²⁹⁷ Čl. 245. st. 2. t. 1. ZOIFJP.

²⁹⁸ Čl. 240. st. 2. t. 4. ZOIFJP. Ako ne ispuni taj uvjet, tada će HANFA odbiti zahtjev za osnivanje fonda (čl. 241. st. 1. ZOIFJP).

²⁹⁹ Praktički je sloboda ugovaranja apsorbirana u trenutku kada se društvo za upravljanje odlučilo o tome koju će kreditnu instituciju odrediti kao depozitara za fond kojim upravlja. Da je i u njemačkome pravu sadržaj ugovora između društva za upravljanje i depozitara određen kogentnim odredbama KAGB-a, uz praktični izostanak ugovorne autonomije stranaka vidi: Müller, G., op. cit. u bilj 290., str. 57; Reiss, M., op. cit. u bilj. 104., str. 149; Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj 63., vor §§ 20-29 InvG str. 226, Rbr. 5; Beckmann, K., u Beckmann, K., Scholtz, R.-D., Vollmer, L. (ur.), op. cit. u bilj 211., § 20 InvG Rbr. 35.

³⁰⁰ Čl. 7.-11. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Relevantne odredbe ovoga pravilnika rezultat su implementacije Direktive Komisije 2010/43/EU od 1. srpnja 2010. o provedbi Direktive 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu organizacijskih zahtjeva, sukoba interesa, poslovanja, upravljanja rizicima i sadržaja sporazuma između depozitara i društva za upravljanje, SL L 176, 10.07.2010, str. 42–61. Članci direktive koji se odnose na sadržaj ugovora između društva za upravljanje i depozitara su čl. 30.-37.

³⁰¹ Čl. 7. st. 1. t. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

³⁰² Čl. 7. st. 1. t. 8. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

³⁰³ Čl. 9. t. 3. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

naknadu za obavljene poslove izravno iz zasebne imovine UCITS fonda. Zalažemo se da se umjesto ovako opisno postavljenog izričaja čl. 226. st. 1.d ZOIFJP-a, *de lege ferenda* u ZOIFJP-u propiše upravo što je praksa i shvatila, a to je pravo depozitara i poddepozitara da namiruju svoje naknade izravno iz zasebne imovine UCITS fonda, sve uz suglasnost društva za upravljanje.

Valja istaknuti da stranke u ugovoru mogu odrediti i slučajeve kada će za izmjenu prospekta UCITS fonda biti potrebna i prethodna suglasnost depozitara.³⁰⁴

Kada društvo za upravljanje ima sjedište u državi članici različitoj od države članice u kojoj je UCITS fond registriran, tj. kada depozitar i društvo za upravljanje nisu iz iste države članice, poseban je naglasak stavljen na način ostvarivanja komunikacije između ova dva subjekta.³⁰⁵ ZOIFJP je propisao i kolizijsko pravilo kojim se određuje da će se na ugovor o obavljanju poslova depozitara primjenjivati pravo države sjedišta, tj. registracije fonda.³⁰⁶

Ugovor o obavljanju poslova depozitara mora sadržavati rok na koji je ovaj ugovor sklopljen,³⁰⁷ što znači da se radi o ugovoru sklopljenom na određeno vrijeme. Nema zapreke da se po isteku tog roka, produlji ugovor, no u tom slučaju, uzimajući u obzir ulogu HANFE, smatramo će stranke trebati dobiti suglasnost od HANFE za promjenu odredbe o trajanju ugovora kao što je to potrebno za bilo koju izmjenu ovog ugovora.³⁰⁸

Društvo za upravljanje i depozitar mogu raskinuti dobrovoljno ili prisilno ugovor, no u oba slučaja, ulagatelji ne mogu utjecati na odabir depozitara.

Ovaj ugovor dobrovoljno mogu raskinuti i društvo za upravljanje³⁰⁹ i depozitar,³¹⁰ pri čemu ZOIFJP određuje posebne postupke, radi zaštite ulagatelja UCITS fonda. Kada ugovor raskida depozitar, važno je pitanje roka u kojemu je depozitar dužan i dalje obavljati poslove depozitara. Članak 230. ZOIFJP-a određuje da je depozitar koji namjerava raskinuti ugovor o obavljanju poslova depozitara, dužan o svojoj namjeri obavijestiti HANFU i društvo za upravljanje, i to najmanje 2 mjeseca prije prestanka obavljanja djelatnosti. Ako protekom roka

³⁰⁴ Čl. 7. st. 1. t. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

³⁰⁵ Čl. 7. st. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

³⁰⁶ Čl. 234. st. 1. ZOIFJP.

³⁰⁷ Čl. 10. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

³⁰⁸ Čl. 6. st. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

³⁰⁹ Čl. 231. ZOIFJP-a izričito daje pravo društvu za upravljanje da zamijeni postojećeg depozitara novim, tj. da raskine ugovor s depozitarom. S obzirom na to da će se fond likvidirati ako nema depozitara, društvo za upravljanje za vrijeme trajanja raskidnog roka ugovora s depozitarom, mora tražiti novoga depozitara. Pri tome mu, naravno, treba suglasnost HANFE za izbor novog depozitara. Kada depozitar primi obavijest od društva za upravljanje o namjeri raskida ugovora, dužan je u roku od 3 dana pismenim putem obavijestiti HANFU da prema njegovim saznanjima ne postoje nikakve nerazriješene povrede ZOIFJP-a ili drugih propisa od strane društva za upravljanje (čl. 231. st. 2. ZOIFJP). Za drukčiju praksu u njemačkom pravu, gdje se u praksi ugovara otkazni rok u trajanju od 6 mjeseci kada ugovor raskida društvo za upravljanje vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj 63., vor §§ 20-29 InvG Rbr. 6.

³¹⁰ Čl. 230. ZOIFJP.

od 2 mjeseca, društvo za upravljanje ne sklopi ugovor s novim depozitarom, dotadašnji depozitar je dužan nastaviti obavljati poslove depozitara još idućih mjesec dana, pod uvjetom da je „u mogućnosti“ obavljati te poslove.³¹¹ Ako nakon proteka 2 mjeseca od obavijesti, društvo za upravljanje ne sklopi ugovor s novim depozitarom, a dotadašnji depozitar prestane posloovati u svojstvu depozitara, ili nakon proteka dodatnog roka od mjesec dana, investicijski fondovi za koje je depozitar obavljao poslove depozitara moraju se likvidirati.³¹²

Kod prisilnog raskida ugovora o obavljanju poslova depozitara ključnu ulogu ima HANFA koja je ovlaštena naložiti društvu za upravljanje promjenu depozitara ako su ispunjeni predviđeni uvjeti.³¹³ Do prisilnog raskida ugovora o obavljanju poslova depozitara dolazi i kada HANFA oduzme danu suglasnost na izbor depozitara.³¹⁴ U oba slučaja postavlja se pitanje kada rješenje kojim HANFA nalaže društvu za upravljanje promjenu depozitara ili oduzima suglasnost na izbor depozitara, postaje izvršno.³¹⁵ Ako HANFA donese rješenje bez

³¹¹ Čl. 230. st. 2. ZOIFJP.

³¹² Čl. 230. st. 3. ZOIFJP. Drukčije vrijedi u njemačkom pravu, gdje se u praksi ugovora duži otkazni rok u trajanju od 12 mjeseci kada ugovor raskida depozitar vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj 63., vor §§ 20-29 InvG Rbr. 6.

³¹³ Čl. 214. st. 3. ZOIFJP-a predviđa da HANFA može u svako doba naložiti društvu za upravljanje da promjeni depozitara, tj. da raskine ugovor s depozitarom ako se ispune neki od sljedećih uvjeta: 1. kada depozitar, prema ocjeni HANFE, ne ispunjava svoje dužnosti u skladu s preuzetim obvezama i/ili odredbama ZOIFJP-a; 2. kada postoje okolnosti koje dovode u sumnju sposobnost depozitara za uredno, pravovremeno i kvalitetno ispunjenje dužnosti u skladu s preuzetim obvezama i/ili odredbama ZOIFJP-a; 3. kada HANFA opravdano sumnja da društvo za upravljanje i depozitar djeluju u dosluhu na štetu interesa ulagatelja u investicijski fond; 4. kada postoje okolnosti koje konkretno upućuju na povredu kontrolnih obveza depozitara i osnovnih obveza društva za upravljanje.

³¹⁴ Čl. 235. st. 1. ZOIFJP-a propisuje da će HANFA oduzeti suglasnost, što se, dakle, treba tumačiti kao obvezu HANFE da oduzme suglasnost na izbor depozitara u slijedećim slučajevima: a) ako je suglasnost izdana na temelju neistinitih, netočnih podataka ili podataka koji dovode u zabludu, odnosno na koji drugi nepropisan način; b) ako depozitar prestane ispunjavati uvjete pod kojima je suglasnost izdana; c) danom otvaranja stečajnog postupka nad depozitarom; d) danom otvaranja postupka likvidacije depozitara; e) ako HANFA utvrdi da depozitar ne ispunjava svoje dužnosti u skladu s preuzetim obvezama i/ili odredbama ovoga Zakona, osobito u odnosu na delegirane poslove, a oduzimanje suglasnosti je primjerenije od promjene depozitara iz čl. 214. st. 3. ZOIFJP-a; f) ako postoje okolnosti koje dovode u sumnju sposobnost depozitara za uredno, pravovremeno i kvalitetno ispunjenje dužnosti u skladu s preuzetim obvezama i/ili odredbama ZOIFJP-a, osobito u odnosu na delegirane poslove, a oduzimanje suglasnosti je primjerenije od promjene depozitara iz 214 st. 3 ZOIFJP-a; g) ako depozitar sustavno krši odredbe ovoga ZOIFJP-a ili prospekta investicijskog fonda, h) ako depozitar teško krši odredbe ovoga ZOIFJP-a ili prospekta investicijskog fonda. Nije jasna razlika između mjere kojom HANFA može naložiti društvu za upravljanje da promjeni depozitara i obveze HANFE da oduzme danu suglasnost na izbor depozitara. Naime, ako HANFA oduzme danu suglasnost na izbor depozitara, tada će biti dužna i naložiti društvu za upravljanje da promjeni depozitara sukladno čl. 214. st. 3. t. 1. ZOIFJP. Stoga se ista mjera HANFE, koja se u jednom slučaju označava kao nalog društvu za upravljanje da promjeni depozitara, a u drugome da oduzme danu suglasnost javlja nepotrebno na dva različita mjesta. Stoga je preporučljivo da HANFA detaljnije propiše uvjete kada će se koja mjera izricati, te da propiše način postupanja društva za upravljanje u oba slučaja, a za što joj je i dana ovlast da napravi putem pravilnika (čl. 235. st. 2. ZOIFJP).

³¹⁵ Važno je uočiti razliku da kod prisilnog raskida ugovora o obavljanju poslova depozitara ne govorimo o raskidnom roku ugovora, već o rješenju HANFE koje se kao upravni akt može izvršiti i uz odgodu. Naime, na postupanje HANFE primjenjuje se Zakon o općem upravnom postupku, NN 47/09 (dalje u tekstu: ZOUP) na što se izričito poziva čl. 19. Zakona o HANFI. ZOUP u čl. 133. st. 2. predviđa da prvostupanjsko rješenje postaje izvršno istekom roka za žalbu ako žalba nije izjavljena, dostavom rješenja stranci ako žalba nije dopuštena, dostavom rješenja stranci ako žalba nema odgovodni učinak, dostavom stranci rješenja kojim se žalba odbacuje ili odbija, danom odricanja stranke od prava na žalbu te dostavom stranci rješenja o obustavi postupka u povodu

odgode, došlo bi do likvidacije fonda jer društvo za upravljanje nije ovlašteno privremeno obavljati neodgodive poslove depozitara.³¹⁶

Da bi se izbjegla likvidacija fonda, HANFA može donijeti rješenje³¹⁷ kojim se odgađa izvršenje rješenja u određenom roku o oduzimanju suglasnosti za izbor depozitara ili kojim se društvu za upravljanje nalaže promjenu depozitara. To će rješenje HANFA moći donijeti jedino uz uvjet ako je u izvršenju obveze dopušten poček,³¹⁸ odnosno ako prema ZOIFJP-u ugovor o obavljanju poslova depozitara ne prestaje trenutkom nastupa okolnosti za prisilni raskid (donošenje rješenja od strane HANFE). Ovo pitanje nije izričito riješeno ZOIFJP-om. Međutim, HANFA je u čl. 25. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda odredila da je društvo za upravljanje u roku od dva mjeseca od nastupa takvih okolnosti dužno zaključiti ugovor s novim depozitarom.³¹⁹ Smatramo da se „nastup okolnosti“ ima tumačiti kao dan donošenja rješenja HANFE o oduzimanju odobrenja za rad depozitaru ili kojime se društvu za upravljanje oduzima suglasnost na izbor depozitara, pri čemu je rok od dva mjeseca odgoda izvršenja rješenja.

U svakom slučaju, kada dođe do raskida ugovora o obavljanju poslova depozitara, depozitar je dužan svu imovinu fonda prenijeti na pohranu i administriranje novom depozitaru s kojim je društvo za upravljanje sklopilo ugovor, a uz imovinu, mora predati i knjige računa, evidenciju te sve dokumente bitne za poslovanje fonda.³²⁰

Postavlja se pitanje mogu li ugovorne strane ugovora o obavljanju poslova depozitara, tj. depozitar i društvo za upravljanje prenijeti svoju ugovornu poziciju na treću stranu, tj. novo društvo za upravljanje ili novog depozitara. Smatramo da depozitar ne može prenijeti ugovor

žalbe. Ipak, iznimno, izvršenje prvostupanjskog rješenja može se odgoditi sukladno čl. 140. ZOUP-a. U tom smislu isto rješenje predviđeno je i u njemačkome pravu. Vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj 63., § 21 InvG Rbr. 9.

³¹⁶ Tako i za njemačko pravo vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj 63., § 21 InvG Rbr. 9.

³¹⁷ O odgodi rješenja također se donosi rješenje (čl. 140. st. 3. ZOUP).

³¹⁸ Prema čl. 140. st. 2. ZOUP-a, izvršenje će se odgoditi ako je u izvršenju obveze dopušten poček.

³¹⁹ Iz toga proizlazi da se primjenjuju različiti rokovi u kojima je depozitar dužan nastaviti obavljati svoje dužnosti ovisno o tome radi li se o dobrovoljnom ili o prisilnom raskidu ugovora o obavljanju poslova depozitara, pri čemu su u potonjem slučaju rokovi manji za 30 dana. Ovakvo rješenje nije ujednačeno s odredbom o likvidaciji fonda, tj. s čl. 315. st. 1. t. 2. ZOIFJP-a koja ne razlikuje ova dva slučaja, te određuje da će do likvidacije UCITS fonda na temelju zakona doći u slučajevima ako depozitar prestane poslovati u svojstvu depozitara a, u roku od 2 mjeseca ili u dodatnom roku od 30 dana, društvo za upravljanje ne sklopi ugovor s novim depozitarom. Smatramo da *de lege ferenda* HANFA treba odrediti u kojim slučajevima, vodeći se interesima ulagatelja, ipak treba dopustiti produženje roka od 30 dana, tj. odgovnog učinka izvršenja rješenja HANFE kod prisilnog prestanka ugovora o obavljanju poslova depozitara a zbog razloga na strani depozitara, u kojima depozitar treba i dalje obavljati svoje dužnosti kako bi se izbjegla likvidacija fonda. Time bi se izjednačila prava i obveze depozitara i društva za upravljanje kod dobrovoljnog i prisilnog raskida ugovora, pri čemu bi HANFA zadržala određenu diskreciju o određivanju roka za pronalazak novog depozitara u slučaju prisilnog raskida, a ovisno o interesima ulagatelja u konkretnom slučaju.

³²⁰ Čl. 232. ZOIFJP. Tako i čl. 26. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

o obavljanju poslova depozitara na drugog depozitara. Iako takvo rješenje nije izričito predviđeno u ZOIFJP-u, to proizlazi iz odredbi o promjeni depozitara, gdje čl. 230. st. 2. i čl. 25. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda izričito predviđaju da je društvo za upravljanje dužno pronaći novog depozitara, dok ni u kojem slučaju ne predviđa scenarij u kojemu depozitar traži novog depozitara fonda. Kako ovlast izbora novog depozitara pripada društvu za upravljanje, to znači da će društvo za upravljanje morati raskinuti ugovor s prethodnim depozitarom i sklopiti novi ugovor s novoizabranim depozitarom, i to istovremeno kako bi se izbjegla likvidacija fonda.³²¹

Za razliku od položaja depozitara, smatramo da društvo za upravljanje može prenijeti svoju ugovornu poziciju na novo društvo za upravljanje, ali samo u slučaju dobrovoljnog prestanka obavljanja djelatnosti, što proizlazi iz čl. 86. ZOIFJP-a koji uređuje rokove i „*postupak prijenosa upravljanja UCITS fondovima na drugo društvo za upravljanje*“. U slučaju prisilnog prijenosa upravljanja UCITS fondom, dolazi do posebnog rješenja gdje depozitar preuzima određene obveze društva za upravljanje, te nakratko dolazi do zasebnog ugovora između depozitara i ulagatelja.³²²

Kada zbog promjene na strani depozitara dolazi do promjene ugovora o obavljanju poslova depozitara, treba odgovoriti mora li novi ugovor biti sklopljen pod istim uvjetima kao i prijašnji. ZOIFJP nije izričito riješio ovo pitanje. Smatramo da je trenutačno rješenje nepovoljno za ulagatelje, jer ZOIFJP ne predviđa pravo ulagatelja na otkup udjela bez izlazne naknade kao posljedicu izmjene depozitara, dok je to pravo ulagateljima dano u slučaju dobrovoljne izmjene društva za upravljanje.³²³ Također, promjena depozitara ne smatra se bitnom promjenom prospekta, kao ni izmjena sadržaja ugovora o obavljanju poslova depozitara, u okviru čega se primarno misli na pitanje visine naknade koju depozitar naplaćuje zasebnoj imovini fonda.

Promjena depozitara može utjecati na odluku ulagatelja želi li i dalje biti ulagateljem tog fonda. Sama činjenica da je, primjerice HANFA oduzela suglasnost na izbor depozitara, može signalizirati ulagatelju da je došlo do povreda u radu depozitara i da je stoga njegova imovina ugrožena. Ako se pak novim ugovorom o obavljanju poslova depozitara promijeni visina naknade depozitara, posebice ako se povisi, tada se povećava i ukupni iznos troškova fonda, što izravno utječe na imovinu ulagatelja. Stoga, smatramo da bi *de lege ferenda* trebalo unijeti

³²¹ Tako se i u njemačkome pravu smatra da kod zamjene depozitara dolazi do istovremenog raskida ugovora o obavljanju poslova depozitara (*Depotbankvertrag*) i sklapanja novog ugovora s novim depozitarom. Vidi u: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj 63., § 21 InvG str. 237, Rbr. 7; Beckmann, K., u Beckmann, K., Scholtz, R.-D., Vollmer, L. (ur.), op. cit. u bilj 211., § 21 InvG Rbr. 17.

³²² O tomu je više rečeno u poglavlju 2.3.1.

³²³ Čl. 79. st. 2. ZOIFJP-a i čl. 86. st. 1. ZOIFJP-a.

u ZOIFJP odredbu prema kojoj bi se novi ugovor o obavljanju poslova depozitara trebao sklopiti pod istim uvjetima kao i prijašnji. U slučaju da novi ugovor o obavljanju poslova depozitara nije sklopljen pod istim uvjetima, smatramo da bi se *de lege ferenda* trebalo dati pravo na otkup udjela bez izlazne naknade u slučaju promjene depozitara po uzoru na rješenje o promjeni društva za upravljanje.

2.3. Pravni odnos između ulagatelja i depozitara

U investicijskom trokutu između depozitara, društva za upravljanje i ulagatelja, najteže je odrediti pravnu narav odnosa između depozitara i ulagatelja. Posebnost pravnog odnosa između ova dva subjekta jest u tome što ulagatelji i depozitar nisu u neposrednom (izravnom) ugovornom odnosu. Depozitar sklapa ugovor o obavljanju poslova depozitara s društvom za upravljanje. No, iako društvo za upravljanje djeluje povjerenički za račun svih ulagatelja, ono u pravnom prometu nastupa u svoje ime. Stoga su stranke ugovora o obavljanju poslova depozitara, depozitar i društvo za upravljanje, a ne depozitar i ulagatelji.

Međutim, upravo je pravni odnos između depozitara i ulagatelja ključan za razumijevanje zaštite ulagatelja u odnosima koji postoje unutar investicijskog trokuta. Obveze depozitara prema investicijskom fondu, odnosno prema ulagateljima propisane su čl. 215. ZOIFJP-a, a depozitar može preuzeti i dodatne obveze ugovorom o obavljanju poslova depozitara. U provođenju svojih obveza, depozitar je dužan djelovati isključivo u interesu ulagatelja investicijskog fonda.³²⁴ Zaštitna funkcija depozitara u odnosu prema ulagateljima posebice se očituje kroz pojedine kontrolne ovlasti koje je depozitar ovlašten i dužan provoditi nad društvom za upravljanje.³²⁵ Kvalifikacija pravnog odnosa između depozitara i ulagatelja određuje i temelj i vrstu odgovornosti depozitara prema ulagatelju za povredu svojih obveza.

U nastavku teksta ispitat će se pravna narav odnosa koji postoji između ulagatelja i depozitara, točnije, ima li osnove za tvrdnju da između ulagatelja i depozitara postoji zaseban ugovor, radi li se o ugovoru sklopljenom u korist trećega, tj. o ugovoru između depozitara i društva za upravljanje u korist ulagatelja, te naposljetku, radi li se o pravnom odnosu koji se temelji na zakonu, odnosno o izvanugovornom pravnom odnosu.

2.3.1. Zaseban ugovor između ulagatelja i depozitara

³²⁴ Čl. 213. st. 8. ZOIFJP.

³²⁵ Tako i njemački autori naglašavaju da su pojedine obveze kontrole depozitara nad društvom za upravljanje od posebnog značenja za cijelu ulogu depozitara kao subjekta u investicijskom trokutu koji ima zaštitnu ulogu prema ulagateljima. Vidi: Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 29.

ZOIFJP ne predviđa sklapanje zasebnog ugovora između ulagatelja i depozitara, kao što to predviđa za ugovor o ulaganju kojeg ulagatelji sklapaju s društvom za upravljanje, te za ugovor o obavljanju poslova depozitara kojeg sklapaju društvo za upravljanje i depozitar.

To što depozitar i ulagatelji ne sklapaju ugovor ne znači da se u odvijanju samog investicijskog posla ne mogu naći u izravnom kontaktu. Primjerice, ulagatelj može kupiti udjel putem kreditne institucije koja ujedno obavlja poslove depozitara za taj UCITS fond. No, u tom se slučaju depozitar javlja u ulozi prodajnog zastupnika društva za upravljanje za nuđenje udjela u fondovima³²⁶ ili u ulozi investicijskog savjetnika,³²⁷ a nikako ne i depozitara. Ulagatelj zna tko je depozitar iz dostupnog mu prospekta i pravila UCITS fonda.

Depozitar svoje obveze prema ulagateljima preuzima sklapanjem ugovora o obavljanju poslova depozitara s društvom za upravljanje, te na temelju kogentnih zakonskih odredbi ZOIFJP-a kojima se uređuju prava i obveze depozitara. Pri tome depozitar preuzima obveze prema svim ulagateljima, a ne samo prema točno određenom ulagatelju.³²⁸

Također, ulagatelj ne pokazuje volju da pored ugovora o ulaganju, sklopi još jedan zaseban ugovor s depozitarom.³²⁹ Obveza da se iz imovine fonda plaća naknada za poslove depozitara, ne može se tumačiti kao izjava ulagatelja za sklapanje ugovora s depozitarom. Troškovi kojima se može teretiti imovinu fonda predviđeni su ZOIFJP-om,³³⁰ gdje se predviđa da se imovinu fonda može teretiti i za troškove revizije, HANFE i drugo, a što se ne može tumačiti kao volju ulagatelja da uđe u ugovorni odnos sa svakim od navedenih subjekata.

Može se zaključiti da pravnoj naravi investicijskog posla ne odgovara koncepcija prema kojoj između ulagatelja i depozitara postoji zaseban ugovor.³³¹ Depozitar svoju volju za

³²⁶ Čl. 154. i čl. 155. ZOIFJP. O tomu je više rečeno u poglavlju 3.2.1.3.

³²⁷ Investicijsko savjetovanje spada u osnovne funkcije kreditnih institucija (čl. 5. st. 13. ZKI), te podliježe odredbama ZTK-a.

³²⁸ Isti argument za njemačko pravo navodi: Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 31; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2463.

³²⁹ Isti argument za njemačko pravo navode Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 32; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2463. Također za austrijsko pravo vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/153.

³³⁰ Čl. 245. ZOIFJP.

³³¹ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 390. Za njemačko pravo, većina autora također smatra da nema zasebnog ugovora između ulagatelja i depozitara. Vidi: Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 95; Wendt, P., op. cit. u bilj. 97., str. 108; Müller, K., Die Überwachung der Geschäftstätigkeit der Kapitalanlagegesellschaft durch die Depotbank, Der Betrieb, 1. Halbjahr, 1975., str. 487; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2463; Reiss, M., op. cit. u bilj. 104., str. 153; Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 32; Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., vor §§ 20-29 InvG Rbr. 9; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 133. Izdvojeno mišljenje zastupa jedino Klenk, prema kojemu između ulagatelja i depozitara postoji zaseban ugovor, a koji se najjasnije vidi kroz dužnost depozitara da pohrani doznačena sredstva ulagatelja na zaseban račun fonda, te kroz dužnost depozitara da nakon što je primio uplaćena sredstva, izda udjel ulagatelju. Vidi: Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 15. U njemačkome pravu depozitar inače izdaje udjele (*Anteilscheine*)(§ 71. st. 1. KAGB), dok je u hrvatskome pravu

obavljanje poslova depozitara, što uključuje obvezu djelovanja u interesu ulagatelja i druge obveze kojima se ona konkretizira, daje društvu za upravljanje pri sklapanju ugovora o obavljanju depozitara. S druge strane, ulagatelj svoju volju da postane ulagateljem određenog fonda izjavljuje društvu za upravljanje pri sklapanju ugovora o ulaganju, pri čemu mu je iz prospekta i pravila UCITS fonda poznato tko obavlja poslove depozitara, ali ne može utjecati niti na izbor niti na promjenu depozitara.

Međutim, ZOIFJP predviđa jednu iznimku gdje ipak dolazi do sklapanja zasebnog ugovora između depozitara i ulagatelja, a odnosi se na privremenu situaciju koja nastaje kada nastupe okolnosti za prisilni prijenos upravljanja fondom. Do prisilnog prijenosa poslova upravljanja fondom na drugo društvo za upravljanje dolazi ako HANFA društvu za upravljanje oduzme odobrenje za upravljanje fondom i kada se nad društvom za upravljanje otvori stečajni postupak ili postupak likvidacije.³³² U postupku prisilnog prijenosa poslova upravljanja depozitaru je dana iznimno važna uloga, koja se sastoji u tome da je dužan u roku od 60 dana od nastupanja razloga za prisilni prijenos poslova prenijeti poslove upravljanja na drugo društvo za upravljanje,³³³ a ako ne uspije, dužan je provesti likvidaciju fonda.³³⁴ Dakle, depozitar nije ovlašten donijeti odluku o likvidaciji prije no što u navedenom roku ne pokuša pronaći novo društvo za upravljanje, čime je zakonodavac zakonom odredio da je najbolji interes ulagatelja nastavljati poslovanje fonda, a ne njegov prestanak.³³⁵

izdavanje udjela u okviru ovlasti društva za upravljanje (čl. 215.c ZOIFJP). Dakle, dužnost depozitara da izdaje udjele ulagateljima Klenk je tumačio kao ugovornu obvezu između depozitara i ulagatelja. Upravo ovaj Klenkov najjači argument u korist postojanja zasebnog ugovora se najviše kritizirao, pri čemu su drugi autori isticali da je obveza depozitara na izdavanje udjela određena u okviru ugovora o obavljanju poslova depozitara kojeg sklapaju društvo za upravljanje i depozitar, te na temelju kogentnih odredaba zakona. Dakle, temelj za izdavanje udjela je bio zakonski uređen kogentan sastojak ugovora između društva za upravljanje i depozitara, a ne od toga izdvojeni ugovor između ulagatelja i depozitara. Za kritiku Klenkovog stajališta vidi više u: Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 95; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2463. Također, i u austrijskome se pravu smatra da nema zasebnog ugovora između depozitara i ulagatelja. Vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/153.

³³² Čl. 81. ZOIFJP. Slučajevi kada će HANFA društvu za upravljanje oduzeti odobrenje za rad predviđeni su u čl. 350. ZOIFJP.

³³³ Čl. 83. st. 1. ZOIFJP.

³³⁴ Čl. 82. ZOIFJP-a predviđa da je depozitar dužan provesti likvidaciju fonda u sljedećim slučajevima: 1. ako se na postupak prikupljanja ponuda od društava za upravljanje ne javi niti jedno društvo koje ispunjava uvjete, 2. ako novo društvo za upravljanje, tj. društvo preuzimatelj ne podnese zahtjev za izdavanje suglasnosti za preuzimanje poslova upravljanja fondom u roku od 15 dana od sklapanja ugovora sa depozitarom, 3. ako HANFA odbaci ili odbije zahtjev društva preuzimatelja za izdavanje suglasnosti za preuzimanje.

³³⁵ Za razliku od hrvatskoga rješenja, njemački je zakonodavac kod prisilnog prijenosa poslova upravljanja, odluku hoće li se provesti likvidacija ili pokušati pronaći novo društvo za upravljanje, dao u diskreciju depozitara, određujući samo da se je pri tomu depozitar dužan voditi interesima ulagatelja. Točnije, do prijenosa poslova upravljanja doći će samo ako depozitar, uz suglasnost BaFIN-a, smatra da je to u najboljem interesu ulagatelja (§ 100. st. 3. KAGB), dok slovo zakona navodi likvidaciju kao primarno rješenje kada društvo za upravljanje više ne može obavljati poslove upravljanja fondom (§ 100. st. 2. KAGB). Tako i Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2479.

U postupku prisilnog prijenosa poslova upravljanja fondom dolazi do iznimno značajnih promjena u obveznopravnim odnosima između subjekata investicijskog trokuta. Promjene se mogu pratiti u tri vremenske točke. U prvoj točki, dolazi do prestanka ugovora o ulaganju između ulagatelja i društva za upravljanje na čijoj je strani nastupio razlog za prisilni prijenos poslova upravljanja fondom.

U drugoj točki, dolazi do sklapanja ugovora na temelju zakona i to između ulagatelja i depozitara,³³⁶ pri čemu se tu neće raditi o ugovoru o ulaganju, već o novom neimenovanom ugovoru *sui generis*,³³⁷ čije su glavne značajke da za vrijeme njegovog trajanja, ulagatelji ne mogu tražiti otkup udjela,³³⁸ a depozitar je dužan obavljati poslove upravljanja fondom u ograničenom opsegu, tj. može poduzimati samo neodgodive poslove radi sprječavanja nastanka štete fondu i točno određene administrativne poslove koje inače obavlja društvo za upravljanje.³³⁹ Također, dužno je provesti postupak natječaja radi pronalaska novog društva za upravljanje koje bi upravljalo fondom, pri tome djelujući u isključivom interesu ulagatelja fonda.³⁴⁰ Ako ne uspije, tada je dužno provesti postupak likvidacije. Ovakav ugovor može se

³³⁶ Čl. 82. st. 1. ZOIFJP predviđa da je depozitar dužan obavljati one poslove upravljanja fondom koje nije moguće odgađati, i to u razdoblju od nastupanja razloga za prisilni prijenos poslova upravljanja fondom do nastupanja pravnih posljedica uspješnog prijenosa poslova upravljanja na drugo društvo za upravljanje.

³³⁷ Za razliku od hrvatskoga rješenja, njemački zakonodavac u postupku prisilnog prijenosa poslova upravljanja, nije zakonom predvidio ograničenja u vođenju poslova upravljanja fondom kada fondom upravlja depozitar (§ 100. st. 1. KAGB). Stoga su se u njemačkoj pravnoj literaturi razvila dva različita razmišljanja. Prema prvome, § 100. st. 1. KAGB-a (prijašnji § 39. st. 1. InvG) tumači se na način da kada nastupe okolnosti za prisilni prijenos poslova upravljanja fondom, depozitar s ulagateljima sklapa novi ugovor o ulaganju, prema kojemu depozitar ima sva prava i obveze koje je imalo i društvo prenositelj. U tom se smislu depozitar označava kao univerzalni pravni sljednik (*Gesamtrechtsnachfolge*) svih prava i obveza koje je društvo za upravljanje preuzelo u odnosu na zasebnu imovinu fonda. Od ovoga su izričito isključene obveze koje društvo za upravljanje preuzima u vlastitim pravnim poslovima. Vidi o tomu u: Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 14 KAGG Rbr. 1; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2477; Roth, G. H., op. cit. u bilj. 83., str. 158; Wendt, P., op. cit. u bilj. 97., str. 154. Müller, G., op. cit. u bilj. 290., str. 126. Tako i za austrijsko pravo: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/167. Za razliku od ovog mišljenja, iako u manjem broju, drugi autori smatraju da kod prisilnog prijenosa poslova upravljanja fondom ipak ne dolazi do sklapanja ugovora o ulaganju depozitara s ulagateljima, već da se sadržaj ugovora između ova dva subjekta razlikuje od sadržaja ugovora o ulaganju. To se argumentira činjenicama da depozitar preuzima drukčije obveze od društva za upravljanje u odnosu na ulagatelje. Tako je primarna obveza depozitara da likvidira zasebnu imovinu fonda (§ 100. st. 2. KAGB), a podredno ukoliko smatra da je to u interesu ulagatelja, da pronade novo društvo za upravljanje koje bi upravljalo fondom uz suglasnost BaFIN-a (§ 100. st. 3. KAGB). Dakle, ovlast upravljanja fondom treba se tumačiti primarno obvezom depozitara da likvidira fond ili da pronade novo društvo za upravljanje. Tako smatraju: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 39 InvG Rbr. 7; Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 107. Priklanjamo se drugo iznesenom mišljenju, koje kao takvo odgovara i rješenju hrvatskoga zakonodavca. Dakle, između depozitara i ulagatelja dolazi do sklapanja ugovora, no sadržaj tog ugovora različit je i od ugovora o ulaganju i od ugovora o obavljanju poslova depozitara.

³³⁸ Čl. 82. st. 3. ZOIFJP-a izričito predviđa da je depozitar dužan obustaviti otkup/izdavanje udjela od trenutka kada nastupi razlog za prisilni prijenos poslova upravljanja fondom.

³³⁹ Administrativni poslovi koje je depozitar dužan i ovlašten obavljati poslovi su zaprimanja i obrade upita ulagatelja i klijenata, namira ugovorenih obveza i vođenje poslovnih evidencija (čl. 82. st. 2. ZOIFJP).

³⁴⁰ Obveza depozitara je da u roku od 60 dana provede postupak prikupljanja ponuda od društava za upravljanje, a ako ponudu za upravljanje podnese više društava za upravljanje koji ispunjavaju uvjete, depozitar je dužan pri izboru novog društva za upravljanje djelovati u isključivom interesu imatelja udjela fonda (čl. 83. st. 2. ZOIFJP). To će se posebno odnositi na slučajeve ako se na natječaj javi i neko društvo za upravljanje koje je depozitar

sklopiti samo na određeno vrijeme, gdje ZOIFJP izričito određuje da se može raditi o najviše 60 dana.³⁴¹ Tijekom trajanja ugovora, depozitar ima pravo na naknadu koju inače prima društvo za upravljanje za upravljanje fondom u razdoblju od nastupa okolnosti za prisilni prijenos poslova upravljanja, dok poslovi ne prijeđu na drugo društvo za upravljanje.³⁴²

Za sklapanje ovog ugovora ne traži se posebno očitovanje volje stranaka. Takvo rješenje usvojeno je radi zaštite interesa ulagatelja.

Za vrijeme trajanja ovog ugovora između ulagatelja i depozitara, dolazi do sjedinjenja funkcija depozitara i društva za upravljanje u jednoj osobi, tj. u depozitaru, što je u redovitim okolnostima izričito zabranjeno.³⁴³ Ipak, sjedinjenje ovih funkcija u depozitaru ne smije se tumačiti kao derogacija odredbi kojima se štiti interese ulagatelja i odvaja funkciju upravljanja od pohrane zasebne imovine fonda,³⁴⁴ što u biti znači da će depozitar u obavljanju svojih djelatnosti i dalje morati poštovati te odredbe, iako ostaje nejasno kako će to provoditi u praksi. Smatramo da će morati podignuti, tzv. kineske zidove,³⁴⁵ odnosno funkcionalno razdvojiti jedinice unutar kreditne institucije koje obavljaju poslove depozitara i poslove koji inače spadaju u sferu društva za upravljanje. Zbog toga je bitno da takvo stanje smanjene zaštite ulagatelja ne traje dugo.

U trećoj točki, depozitar u ime ulagatelja, a na temelju zakonom dane punomoći za zastupanje ulagatelja, sklapa s novim društvom za upravljanje, tj. društvom preuzimateljem ugovor o ulaganju, i to pod istim uvjetima pod kojima je bio sklopljen ugovor o ulaganju s prijašnjim društvom za upravljanje, tj. društvom prenositeljem.³⁴⁶ Međutim, ZOIFJP ne

osnovao ili koje pripada istom financijskom konglomeratu. Postupak javnog poziva za prikupljanje ponuda za preuzimanje upravljanja i izbora najpogodnijeg društva kod prisilnog prijenosa upravljanja uređeno je dodatno čl. 3. Pravilnika o prijenosu poslova upravljanja UCITS fondovima.

³⁴¹ Čl. 83. st. 1. ZOIFJP.

³⁴² Čl. 82. st. 4. ZOIFJP. Tako i za njemačko pravo: Wendt, P., op. cit. u bilj. 97., str. 154; Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 39 InvG Rbr. 8.

³⁴³ Čl. 213. st. 6. ZOIFJP-a izričito predviđa da niti jedan subjekt ne smije djelovati i kao društvo za upravljanje i kao depozitar.

³⁴⁴ Tako i Canaris za njemačko pravo argumentira da se ulagatelj ne smije nalaziti u lošijem položaju nego kada je fondom upravljalo društvo za upravljanje, što znači da je depozitar dužan i dalje obavljati poslove depozitara u isključivom interesu ulagatelja, te osigurati razdvojenost funkcija koju privremeno obavlja kao društvo za upravljanje od funkcije depozitara. Vidi Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2477.

³⁴⁵ O tzv. kineskim zidovima više je rečeno u poglavlju 3.2.2.1.

³⁴⁶ Za njemačko pravo u pravnoj teoriji zastupljena su dva glavna stava. Prema jednome, depozitar s društvom preuzimateljem ne sklapa ugovor o ulaganju u ime ulagatelja, već ugovor o cesiji, tj. ustupu prava koje je društvo prenositelj imalo iz ugovora o ulaganju na novo društvo preuzimatelja. Ovakav se stav najviše kritizirao navođenjem 2 glavna argumenta. Kao prvo, depozitar ne može sklopiti ovaj ugovor o cesiji, tj. ustupu prava, jer nije ugovorna strana ugovora o ulaganju. Kao drugo, čak i stvaranjem pravne koncepcije kojom bi se depozitaru dala ovlast sklapanja ovog ugovora, to nije provedivo jer kada nastupe okolnosti za prijenos poslova upravljanja fondom, gdje to za njemačko pravo proizvodi iste pravne posljedice za dobrovoljni ili prisilni prijenos poslova, ugovor o ulaganju prestaje. Slijedom toga, depozitar niti itko drugi ne može više ustupati prava iz ugovora koji je prestao. Drugi stav u njemačkome pravu jest da depozitar s novim društvom preuzimateljem sklapa ugovor u korist trećeg, tj. u korist ulagatelja. No, ovaj se argument kritizira iz istih razloga zbog kojih se kritizira i stav da

koristi izraz sklapanja novog ugovora o ulaganju, već određuje da će depozitar sklopiti s društvom preuzimateljem ugovor o prijenosu poslova upravljanja,³⁴⁷ što može dovesti do pogrešnog tumačenja da je ugovor o ulaganju s društvom prenositeljem prenesen na depozitara, koji zatim prenosi, tj. ustupa svoj položaj društvu preuzimatelju. Takav je zaključak neodrživ iz više razloga. Kao prvo, prava ulagatelja iz ugovora o ulaganju prema društvu prenositelju prestaju u trenutku kada nastupe okolnosti za prisilni prijenos poslova upravljanja fondom,³⁴⁸ a prava iz udjela UCITS fonda nalaze se u suspenziji dok se ne nađe novo društvo za upravljanje.³⁴⁹ Kao drugo, prava i obveze iz ugovora o ulaganju ne prenose se na depozitara, već depozitar na temelju zakona sklapa novi *sui generis* ugovor s ulagateljima koji se po svom sadržaju značajno razlikuje od ugovora o ulaganju, tj. moglo bi se reći da su prava iz udjela u mirovanju dok se ne uspostavi normalna situacija. Slijedom toga, depozitar ne prenosi, već se navedenu zakonsku odredbu ima tumačiti tako da depozitar u ime ulagatelja sklapa novi ugovor o ulaganju.

Međutim, u praksi će nastupiti iste pravne posljedice nazove li se navedeni ugovor „ugovor o prijenosu poslova upravljanja“ ili „ugovor o ulaganju“, jer su posljedice ovog ugovora izričito predviđene ZOIFJP-om.³⁵⁰ Prijenos upravljanja fondom mora se izvršiti u roku od mjesec dana od sklapanja novog ugovora o ulaganju.³⁵¹ I u ovome slučaju, ulagateljima je dano pravo izlaska iz fonda bez plaćanja izlazne naknade, i to u roku od mjesec dana od nastupa pravnih posljedica prijenosa poslova.³⁵² Također, dolazi do sklapanja novog ugovora o obavljanju poslova depozitara kojeg sklapa depozitar s novim društvom za upravljanje.³⁵³

je između depozitara i društva za upravljanje sklopljen ugovor u korist ulagatelja kada se objašnjava pravni odnos između depozitara i ulagatelja, o čemu je više rečeno u poglavlju 2.3.2. Raspravu o dva navedena stava za njemačko pravo vidi u: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 39 InvG Rbr. 16. Treći stav, kojeg smatramo ispravnim jest da depozitar u ime ulagatelja sklapa novi ugovor o ulaganju s društvom preuzimateljem. Tako i za njemačko pravo vidi: Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 106; Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 118.

³⁴⁷ Čl. 83. st. 3. ZOIFJP.

³⁴⁸ Tako i za njemačko pravo vidi: Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 106.

³⁴⁹ Tako i čl. 82. st. 3. ZOIFJP-a propisuje da je depozitar dužan obustaviti otkup i izdavanje udjela UCITS fonda od nastupanja razloga za prisilni prijenos poslova upravljanja UCITS fondom.

³⁵⁰ Isti zaključak za raspravu o pravnoj kvalifikaciji ovog ugovora između depozitara i društva preuzimatelja vidi u: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 39 InvG Rbr. 16.

³⁵¹ Čl. 83. st. 4. ZOIFJP. Taj je rok kraći od roka kod dobrovoljnog prijenosa upravljanja poslovima fonda (vidi čl. 76. st. 3. t. 2. ZOIFJP). Valja razjasniti od kada taj rok počinje teći. Naime, čl. 76. st. 3. t. 2. ZOIFJP predviđa da rok u kojemu će se poslovi prenijeti na društvo preuzimatelja, odnosno kada će ugovor o ulaganju početi proizvoditi pravne učinke počinje teći od dana objave obavijesti o prijenosu upravljanja fondom, tj. sklapanju ugovora o ulaganju s društvom preuzimateljem. Na taj način treba se tumačiti čl. 83. st. 4. ZOIFJP, što znači da će rok od mjesec dana početi teći tek od objave da je sklopljen ugovor o prijenosu poslova upravljanja, tj. novi ugovor o ulaganju s društvom preuzimateljem. Drugim riječima, čl. 76. do čl. 80. ZOIFJP-a koji uređuju dobrovoljni prijenos poslova upravljanja fondom primjenjuju se i na prisilni prijenos upravljanja poslovima fonda (čl. 83. st. 5. ZOIFJP).

³⁵² Vidi čl. 83. st. 5. ZOIFJP-a koji poziva na primjenu čl. 79. st. 2. ZOIFJP-a.

³⁵³ Tako i za njemačko pravo vidi: Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 106.

Iz prethodno iznesenog jasno je da u okviru prisilnog prijenosa poslova upravljanja fondom ipak dolazi do sklapanja zasebnog ugovora *sui generis* između ulagatelja i depozitara. Međutim, sadržaj tog ugovora ni u kojem slučaju ne odgovara sadržaju obavljanja poslova depozitara, tj. ne dolazi do sklapanja novog ugovora o obavljanju poslova depozitara kojeg bi ovaj put sklopio depozitar izravno s ulagateljima. Naime, sadržaj ugovora kojeg sklapaju depozitar i ulagatelji jest obveza depozitara da u ograničenom opsegu upravlja fondom, te da provede postupak natječaja kako bi pronašlo novo društvo za upravljanje koje će upravljati fondom, a ako ne uspije, tada je depozitar obavezan provesti postupak likvidacije. Poslove depozitara za to vrijeme pak depozitar obavlja i dalje na temelju ugovora o obavljanju poslova depozitara kojeg je depozitar sklopio s društvom prenositeljem, a nastaviti će obavljati poslove depozitara samo ako s društvom preuzimateljem sklopi novi ugovor o obavljanju poslova depozitara za taj fond.

2.3.2. Ugovor između društva za upravljanje i depozitara sklopljen u korist ulagatelja kao treće osobe

Prema ovoj koncepciji, ugovor o obavljanju poslova depozitara kojeg sklapaju društvo za upravljanje i depozitar može se tumačiti i kao ugovor sklopljen u korist trećih, tj. u korist ulagatelja.³⁵⁴ Potrebno je analizirati sličnosti i razlike ugovora o obavljanju poslova

³⁵⁴ Koncept ugovora u korist trećeg treba razlikovati od ugovora sa zaštitnim učinkom za treće osobe. Hrvatsko pravo ne poznaje ugovor sa zaštitnim učinkom za treće osobe. No, s obzirom na to da ga njemačko pravo poznaje (*Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter*), njemački autori razmatraju i može li se ugovor između društva za upravljanje i depozitara odrediti kao ugovor sa zaštitnim učinkom za ulagatelje. Sam ugovor razvijen je kroz sudsku praksu, što znači da nije imenovani ugovor uređen BGB-om. Sudovi su postojanje ovog ugovora temeljili ili na § 133. i § 157. BGB-a prema pravilima o tumačenju prave volje stranaka u interpretaciji ugovora, ili na temelju § 242. BGB-a koji govori o ispunjenju ugovornih obveza u skladu s načelom dobre vjere. U oba slučaja, da bi se priznalo postojanje ugovora sa zaštitnim učinkom za treće osobe, sudovi su tražili ispunjenje sljedećih pretpostavki: da je učinak ispunjenja ugovora usmjeren prema trećoj osobi; da se ugovorom, pored interesa vjerovnika iz ugovornog odnosa, štite i interesi treće osobe; da je strankama ugovora predvidljiv i objektivno odrediv interes treće osobe koji se štiti; te da postoji potreba da se štite interesi treće osobe, tj. da se njeni interesi ne štite niti na koji drugi način, te je potrebno primijeniti koncept ugovora sa zaštitnim učinkom treće osobe da ta treća osoba ne bi u potpunosti ostala bez zaštite. Prve su tri pretpostavke ispunjene. Tako depozitar ispunjava ugovor o obavljanju poslova depozitara prema ulagatelju kroz vršenje svoje obveze da pohranjuje zasebnu imovinu UCITS fonda, da kontrolira da se zasebna imovina fonda ulaže u skladu sa zakonom, prospektom i pravilima fonda i drugo, pri čemu je obavezan čuvati interese ulagatelja. Također, depozitaru je poznato da je obavezan štiti interese ulagatelja, što je ujedno i njegova temeljna uloga u okviru investicijskog posla, a taj je interes odrediv jer se odnosi na pohranu zasebne imovine fonda, u odnosu na koju su odredivi i ulagatelji kao imatelji udjela. Međutim, iako su ove pretpostavke ispunjene, primjena ugovora sa zaštitnim učinkom za treće osobe na investicijski posao pada na četvrtoj pretpostavci. Naime, zaštita ulagatelja kroz točno određene obveze depozitara izričito je uređena zakonom, te se ne može argumentirati da je potrebno koncepciju ovog ugovora protegnuti na ulagatelje jer bi inače ostali bez zaštite. To znači da bi se koncept ovog ugovora mogao primjenjivati na ugovor o obavljanju poslova depozitara samo ako ulagatelju ne bila dostupna zaštita ni na koji drugi način. Više o detaljnoj razradi o primjeni ugovora sa zaštitnim učinkom za treće osobe na odnose unutar investicijskog trokuta vidi: Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 36-40.

depozitara s ugovorom u korist trećih. Prihvati li se ta koncepcija, promitent bi bio depozitar, stipulant društvo za upravljanje, a korisnik bi bio ulagatelj.

Kod ugovora o obavljanju poslova depozitara, kao i kod ugovora u korist trećeg, i dalje se radi o ugovoru sklopljenom između depozitara i društva za upravljanje, a ne između depozitara i ulagatelja.³⁵⁵

Nadalje, društvo za upravljanje, kao i stipulant, ima pravo i obvezu zahtijevati ispunjenje obveze depozitara prema ulagatelju.³⁵⁶ S obzirom na to da korisnik ne postaje ugovornom stranom osnovnog ugovora između stipulanta i promitenta, korisnik nema pravo raskinuti ugovor,³⁵⁷ što odgovara rješenju iz ZOIFJP-a. Prema rješenju ugovor o obavljanju poslova depozitara, dobrovoljno ili prisilno, tj. na zahtjev HANFE, mogu raskinuti samo društvo za upravljanje i depozitar.

Međutim, unatoč navedenim sličnostima, ugovor o obavljanju poslova depozitara sadrži značajne razlike u odnosu na ugovor u korist trećeg.

Općenito, kod ugovora u korist trećeg može se razlikovati subjektivni i objektivni kriterij pri zasnivanju ugovora u korist trećeg, gdje je po subjektivnom kriteriju za sklapanje ovog ugovora dovoljna volja, tj. očitovanje ugovornih strana, a po objektivnom se kao dodatna pretpostavka traži i postojanje interesa korisnika. Hrvatsko pravo temelji se na subjektivnom kriteriju, gdje je, dakle, za zasnivanje ugovora u korist trećeg dovoljna volja ugovornih

³⁵⁵ Kod ugovora u korist trećih, korisnik ne postaje ugovornom stranom osnovnog ugovora između promitenta i stipulanta. Vidi: Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 443; Bilić, A., Ugovor u korist trećega, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 61 (6), 2011., str. 1980. Ipak, Bilić objašnjava da pri tome korisnik ne izvodi svoje pravo pozivanja na ispunjenje ugovora iz tuđeg prava, tj. iz prava stipulanta, već da mu pravna koncepcija ugovora u korist trećega daje to pravo kao samostalno i vlastito pravo, po čemu se primjerice razlikuje od cesije. Općenito, u obveznopравnim odnosima, ugovor u korist trećih iznimka je od pravila da ugovor obvezuje samo ugovorne strane, a određen je kao ugovor u kojemu se „[...] jedna ugovorna strana (obecavatelj, promitent) obvezuje drugoj (promisaru ili stipulantu) da će ispuniti određenu činidbu u korist treće osobe (korisnika, beneficijara ili destinataru).“ Vidi: Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 442. Ugovor u korist trećih reguliran je čl. 337.-340. ZOO-a. Što se tiče pravne naravi ovoga ugovora, upitno je može li se ovaj ugovor kvalificirati kao poseban ugovor predviđen ZOO-om ili se zapravo ne radi o posebnom ugovoru, već o klauzuli „u korist trećega“ koja se dodaje drugim obveznopравnim ugovorima. Iako bi *prima facie* zaključak bio da se tu radi o posebnom ugovoru, detaljnijom analizom, Vedriš i Klarić smatraju da je ugovor u korist trećih zapravo klauzula, po svojoj pravnoj prirodi nuzgredni sastojak ugovora (*accidentalia negotii*), koja se dodaje osnovnim ugovorima, gdje osnovni ugovori mogu biti svi obveznopравni ugovori čija se pravna narav ne protivi umetanju ovakve klauzule, kao što su primjerice kupoprodaja, darovanje, depozit i drugo. Stoga smatraju da se termin „ugovor u korist trećih“ ne bi smio koristiti jer dovodi u zabludu o postojanju posebnog ugovora, te umjesto tog termina, da se treba koristiti „ugovaranje u korist trećih“ što je naposljetku kao termin usvojen i u ZOO-u. Nadalje, unošenje klauzule „u korist trećega“ ne mijenja pravnu narav i kvalifikaciju ugovora kojemu je takva klauzula dodana, pa su pretpostavke za valjanost osnovnog ugovora i dalje iste. Stranke slobodno odlučuju o umetanju ovakve klauzule u svoj ugovor, s obzirom na to da njeno umetanje nije bitni sastojak za valjanost osnovnog ugovora. Više o tome u: Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 443-444.

³⁵⁶ Za ugovor u korist trećeg prema ZOO-u, pravo stipulanta, tj. ugovaratelja da traži ispunjenje obveze prema korisniku predviđeno je čl. 337. st. 2. ZOO-a. U investicijskom poslu, društvo za upravljanje dužno je u svoje ime, a za račun ulagatelja postavljati zahtjeve prema depozitaru, kada ovaj krši svoje obveze prema ulagateljima (čl. 224. st. 3. ZOIFJP).

³⁵⁷ Tako općenito za ugovor u korist trećeg: Bilić, A., op. cit. u bilj. 355., str. 1980.

strana.³⁵⁸ Međutim, društvo za upravljanje i depozitar ne očituju se da sklapaju ugovor u korist ulagatelja, što znači da subjektivni kriterij pri zasnivanju ugovora u korist trećeg nije zadovoljen.³⁵⁹ Također, iz aspekta UCITS zakonodavstva, neprihvatljivo je da se zaštita ulagatelja prepusti ugovornoj autonomiji depozitara i društva za upravljanje.³⁶⁰

Nadalje, kod ugovora o obavljanju poslova depozitara ulagatelj ne može odbiti korist koja je za njega ugovorena ugovorom o obavljanju poslova depozitara, što znači da se čl. 338.³⁶¹ i čl. 340. ZOO-a uopće ne mogu primjenjivati na odnos između ulagatelja i depozitara.³⁶²

Sljedeća značajna razlika jest što depozitar prema ulagatelju nije ovlašten isticati prigovore, koje bi mogao istaknuti prema društvu za upravljanje kao ugovaratelju, primjerice prigovor ništetnosti ugovora o obavljanju poslova depozitara, čime se također isključuje primjena čl. 339. ZOO-a.³⁶³ Ovakvo je stajalište u potpunosti opravdano jer ulagatelj nema nikakav utjecaj na sklapanje ugovora o obavljanju poslova depozitara.³⁶⁴

Naposljetku, ulagatelj, za razliku od korisnika kod ugovora u korist trećeg, nema pravo neposredno zahtijevati od depozitara ispunjenje poslova depozitara koje je ovaj dužan obavljati u interesu ulagatelja.³⁶⁵ Depozitar svoju obvezu, primjerice izvršavanja transakcije financijskih instrumenata UCITS fonda izvršava po nalogu društva za upravljanje, a ne ulagatelja, što bi, pak, zahtijevala pravna koncepcija pravog ugovora u korist trećeg. Štoviše,

³⁵⁸ Isto vrijedi i za njemačko pravo. O tome više u: Bilić, A., op. cit. u bilj. 355., str. 1983 i dalje.

³⁵⁹ Na tom tragu i za njemačko pravo vidi: Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2463; Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 34.

³⁶⁰ Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 34. S obzirom na to da se u njemačkome pravu smatra da zasnivanje ugovora u korist trećeg ovisi isključivo o volji ugovornih strana, a krajnje je dvojbeno može li se ugovaranje u korist trećega prisilno odrediti zakonom, ne može se dopustiti da se zaštita ulagatelja, kao i uloga depozitara unutar sustava zaštite prepusti ugovornoj autonomiji depozitara i društva za upravljanje. Isto razmišljanje primjenjivo je i za hrvatsko pravo.

³⁶¹ I u njemačkom pravu ulagatelj ne može odbiti korist, što znači da se odgovarajući § 333. BGB-a također ne može primjenjivati na odnos između depozitara i ulagatelja. Tako Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 134.

³⁶² Čl. 340. ZOO-a predviđa da ako treći odbije korist koja je za njega ugovorena ili ako ju ugovaratelj, tj. stipulant opozove, da će korist pripasti ugovaratelju, osim ako je što drugo ugovoreno ili proizlazi iz okolnosti posla. U investicijskom poslu, ni u kojem slučaju nije moguće da korist, primjerice udio u dobiti fonda, pripadne depozitaru. Samo je ulagatelj ovlašten otkupiti svoj udjel, te samo on na temelju svog udjela u fondu može potraživati udio u dobiti fonda. Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 391.

³⁶³ Tako i njemački autori isključuju primjenu § 334. BGB-a, a koji po svom sadržaju odgovara čl. 339. ZOO-a, na odnos između depozitara i ulagatelja. Vidi: Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2463; Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 35; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 134.

³⁶⁴ Tako Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 246. Iako ulagatelj ne može utjecati na ugovor o obavljanju poslova depozitara, ta je uloga unutar investicijskog posla dana HANFI, te je tako uveden dodatni mehanizam kojime se štite interesi ulagatelja.

³⁶⁵ Tako i za njemačko pravo vidi: Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 132-133. Suprotno od toga, prema čl. 337. st. 1. ZOO-a, treća osoba u čiju je korist nešto ugovoreno, stječe vlastito i neposredno pravo zahtijevati ispunjenje prema dužniku iz ugovora, osim ako nije što drugo ugovoreno ili ne proizlazi iz okolnosti posla. U tom slučaju će se raditi o, tzv. pravom ugovoru u korist trećih. Kada korisnik ne bi imao pravo neposrednog zahtjeva za ispunjenje ugovora, radilo bi se o, tzv. nepravom ugovoru u korist trećih. Vidi: Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 443; Bilić, A., op. cit. u bilj. 355., str. 1977.

ulagatelju je u odnosu na zasebnu imovinu fonda koju pohranjuje depozitar, dano jedino pravo postavljanja zahtjeva za naknadu štete ako depozitar povrijedi svoje obveze predviđene ZOIFJP-om.³⁶⁶

Dakle, unatoč određenim sličnostima, pravna koncepcija investicijskog posla kod UCITS fondova ne dopušta da se ugovor o obavljanju poslova depozitara tumači kao pravi ugovor u korist trećeg.³⁶⁷ U tom smislu, može se tumačiti jedino kao atipični ugovor u korist trećeg, gdje se prava i obveze prema pravnoj koncepciji ugovora u korist trećeg moraju tumačiti vrlo ograničeno, te u svjetlu kogentnih odredaba ZOIFJP-a koje uređuju prava i obveze subjekata investicijskog trokuta.³⁶⁸

2.3.3. Pravni odnos između depozitara i ulagatelja na temelju zakona, tj. izvanugovorni pravni odnos

Postavlja se pitanje nastaje li odnos između depozitara i ulagatelja na temelju zakona, odnosno, može li se pravni odnos između ulagatelja i depozitara odrediti kao izvanugovorni obveznopravni odnos.³⁶⁹ Već je prikazano da između ulagatelja i depozitara nema zasebnog ugovora.³⁷⁰

Općenito, ako između pravnih subjekata nije sklopljen ugovor, bilo jednostrani ili dvostranoobvezujući, radit će se o izvanugovornim pravnim odnosima, tj. pravnim odnosima na temelju zakona.³⁷¹

³⁶⁶ Tako i za njemačko pravo vidi: Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 132-133.

³⁶⁷ Za njemačko pravo gdje se ipak napušta koncept pravnog odnosa između depozitara i ulagatelja kao ugovora između depozitara i društva za upravljanje sklopljenog u korist ulagatelja vidi: Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 36; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 133. Isto za austrijsko pravo vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/153.

³⁶⁸ Tako Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 391

³⁶⁹ Obveznopravni odnosi između pravnih subjekata primarno nastaju na temelju pravnih poslova, a u okviru pravnih poslova najčešće će se raditi o dvostranobveznim ugovorima. Dakle, o tzv. *contractus bilateralis*. Međutim, obveznopravni odnosi između subjekata mogu nastati i na drugim osnovama, koje se nabrajaju u čl. 20. ZOO-a, kao što su stjecanje bez osnove, posloводство bez naloga, prouzročenje štete, javno obećanje nagrade i izdavanje vrijednosnih papira. Članak 20. st. 2. ZOO-a navodi da obveze nastaju i na osnovi odluke suda ili druge javne vlasti. Vidi: Ćesić, Z., Gorenc, V. et al., u Gorenc, V. (ur.), op. cit. u bilj. 229., str. 48. Tu se nikako ne radi o taksativnoj listi nastanka obveznopravnih odnosa. Vizner kroz evoluciju obveznopravnih odnosa od rimskog prava do danas, objašnjava da se temelj, tj. izvor nastanka obveznopravnih odnosa ne smije zatvarati zbog potrebe da se prilagođava potrebama subjekata u pravnom prometu. Vidi Vizner, B., Komentar Zakona o obveznim (obligacionim) odnosima, Zagreb, 1978., str. 122.

³⁷⁰ Kao što je argumentirano u poglavlju 2.3.1.

³⁷¹ Vizner, B., op. cit. u bilj. 369., str. 125. Pri tome treba imati na umu da su svi obveznopravni odnosi utemeljeni na zakonu i to, točnije, na zakonom predviđenim činjenicama uz koje zakon veže nastanak pravnog odnosa. Sam zakon nije izvor obveznopravnih odnosa, već je izvor objektivnog obveznog prava. Međutim, s obzirom na to da temelj nastanka nekih obveznopravnih odnosa nije izričito predviđen zakonom, tada se sve obveznopravne odnose čiji temelj nastanka nije određen u čl. 20. ZOO-a, označava kao obveznopravne odnose

Tako je zakonom, tj. ZOIFJP-om propisano da je depozitar u obavljanju svojih poslova dužan djelovati isključivo u interesu ulagatelja,³⁷² da je dužan nadzirati društvo za upravljanje da upravlja zasebnom imovinom fonda u skladu sa zakonom, prospektom i pravilima fonda,³⁷³ da je dužan postavljati zahtjeve ulagatelja prema društvu za upravljanje te druge obveze određene ZOIFJP-om.³⁷⁴

Kao jedna od glavnih prepreka određivanja odnosa između depozitara i ulagatelja kao ugovornog jest to što ulagatelj nije ovlašten tražiti od depozitara da ispunji svoje zakonom određene obveze,³⁷⁵ niti mu je ovlašten davati naloge. Ulagatelj je jedino ovlašten tražiti naknadu štete u slučaju kada depozitar povrijedi svoje obveze,³⁷⁶ a što je karakteristika izvanugovornog odnosa.³⁷⁷

Pri tome valja naglasiti da se depozitar nalazi u izvanugovornom odnosu sa svakim pojedinim ulagateljem,³⁷⁸ a ne u odnosu na zasebnu imovinu fonda, s obzirom na to da zasebna imovina fonda nema pravni subjektivitet.

koji su nastali na temelju zakona. Vidi raspravu o tomu i u Klarić, P., *Odštetno pravo*, Zagreb, 2003., str. 135. Za usporedbu, u njemačkome pravu koristi se termin „gesetzliche Schuldverhältnisse“, pod kojim se kao temelj nastanka obveznopравnih odnosa navodi zakon. Ovaj se koncept primjenjuje kada nastanak obveznopравnog odnosa nije ugovor (*Vertrag*). Koncept *gesetzliche Schuldverhältnisse* duboko je uvriježen u njemačkome pravu, te obuhvaća razne pravne odnose. Kao i u hrvatskome pravu, nema taksativne liste pravnih odnosa koji nastaju na temelju zakona. Kao primjeri obveznopравnih odnosa koji nastaju na temelju zakona, navode se: posloводство bez naloga (*Geschäftsführung ohne Auftrag*, § 677. BGB), stjecanje bez osnove (*ungerechtfertigte Berechnung*, § 812. BGB), prouzročenje štete (*unerlaubten Handlungen*, § 823. BGB), odgovornost kod ugostiteljske ostave (*Haftung des Gastwirts*, § 701. BGB), zajedničko vlasništvo (*Bruchteilgemeinschaft*, § 741. BGB) i drugo. Više o tome u: Looschelders, D., op. cit. u bilj. 229., str. 82. Iz navedenog, može se zaključiti da se u njemačkom pravu koncept *gesetzliche Schuldverhältnisse* odnosi na temelj nastanka obveznopравnih odnosa kada god između stranaka nije sklopljen ugovor. Sadržajno, ovakva podjela odgovora rješenjima hrvatskoga prava, iako se hrvatski zakonodavac u normativnom smislu nije odlučio na podjelu nastanka obveznopравnog odnosa na temelju ugovora ili na temelju zakona, već u čl. 20. ZOO-a, kao što je već spomenuto, nabroja temelje nastanka obveznopравnih odnosa. Ipak, i prema čl. 20. ZOO-a, temelje nastanka, možemo podijeliti na ugovore (unutar kategorije pravnih poslova) i na izvanugovorne pravne poslove, tj. pravne poslove na temelju zakona pod koje spadaju svi drugi pravni odnosi.

³⁷² Čl. 213. st. 3. ZOIFJP.

³⁷³ Čl. 215.d ZOIFJP.

³⁷⁴ Čl. 224. st. 1. ZOIFJP.

³⁷⁵ Stoga njemački autori u literaturi označavaju odnos između ulagatelja i depozitara i kao: „*Schuldverhältnisse ohne primäre Leistungspflicht*“, tj. kao *zakonski obvezni odnos bez primarne obveze na činidbu*. Tako i Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2464; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 134; Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., vor §§ 20-29 InvG Rbr. 10. Koncept, tzv. *gesetzliche Schuldverhältnisse* u hrvatskome pravu možemo smjestiti samo u izvanugovorni obveznopравni odnos, s obzirom na to da obveznopравni odnosi koji nisu ugovori, spadaju u izvanugovorne pravne odnose. O značenju ovoga njemačkog koncepta, odnosno zakonskih obveznih odnosa bez primarne obveze na činidbu, te o poteškoći njegova uklapanja u hrvatsko pravo, vidi: Miladin, P., *Bankarska tajna i bankarsko obavješćavanje*, Magistarski rad, Zagreb, 1999., str. 74-79.

³⁷⁶ Tako prema čl. 223. ZOIFJP-a, depozitar odgovara društvu za upravljanje i ulagateljima *za štetu koju je pričinio time što nije obavljao ili je nepravilno obavljao svoje poslove predviđene ugovorom o obavljanju poslova depozitara, ZOIFJP-om ili prospektom fonda*. I u njemačkome pravu, ulagatelj je ovlašten podignuti zahtjev prema depozitaru samo za naknadu štete, što jasno proizlazi iz § 78. st. 2. KAGB-a.

³⁷⁷ Vizner, B., op. cit. u bilj. 369., str. 627.

³⁷⁸ Tako i za njemačko pravo vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., vor §§ 20-29 InvG Rbr. 11.

Međutim, odnos između depozitara i ulagatelja razlikuje se od tipičnog izvanugovornog odnosa. Tako u okviru investicijskog posla, depozitar ima ulogu pohrane zasebne imovine fonda koja se nalazi u zajedničkom vlasništvu ulagatelja,³⁷⁹ da potvrđuje da je izračun cijene udjela na svakodnevnoj osnovi u UCITS fondu obavljen u skladu s usvojenim računovodstvenim politikama,³⁸⁰ da zaprima uplate svih prihoda i drugih prava dospjelih u korist investicijskog fonda³⁸¹ i drugo. S obzirom na pravnu narav obveza depozitara, proizlazi da između depozitara i ulagatelja postoji odnos povjerenja, tj. obazrivosti iako ulagatelj nema ovlasti da depozitaru daje naloge u vezi s obavljanjem poslova depozitara.³⁸²

Dakle, odnos između depozitara i ulagatelja može se zbog navedenih značajki odrediti kao atipični izvanugovorni obveznopravni odnos,³⁸³ u kojem je depozitar dužan postupati u skladu sa zakonskim obvezama, preuzetim obvezama iz ugovora o obavljanju poslova depozitara sklopljenim s društvom za upravljanje, te u skladu s elementima povjerenja, tj. obazrivosti prema ulagatelju.

2.4. Pravni status zasebne imovine UCITS fonda

Zasebna imovina nije definirana ZOIFJP-om.³⁸⁴ Njezine pravne značajke mogu se pobliže odrediti proučavajući odnose između depozitara, društva za upravljanje i ulagatelje, koji su uređeni propisima o upravljanju i pohrani zasebne imovine fonda. Kako UCITS fond prema ZOIFJP-u nema pravnu osobnost, nema je ni zasebna imovina.³⁸⁵ S obzirom na to, potrebno je odrediti u čijem se vlasništvu ona nalazi, te tko njome upravlja.

³⁷⁹ Čl. 215.a ZOIFJP.

³⁸⁰ Čl. 215.e ZOIFJP.

³⁸¹ Čl. 215.i ZOIFJP.

³⁸² O odnosu povjerenja, tj. obazrivosti koji je posebno mjesto zauzeo vezano uz učenje o bankarskim ugovorima, vidi: Miladin, P., op. cit. u bilj. 375., str. 76-77. Tako i za njemačko pravo, gdje se koristi termin „*treuhänderische, weisungsfreie Geschäftsbesorgung*“. Vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., vor §§ 20-29 InvG Rbr. 12; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 134.

³⁸³ U njemačkoj pravnoj literaturi koristi se termin: „*atypischen gesetzlichen Schuldverhältnisse*“. Vidi: Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2464; Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., vor §§ 20-29 InvG Rbr. 10; Einsele, D., Bank- und Kapitalmarktrecht, Tübingen, 2010., str. 533, Rbr. 35.

³⁸⁴ Za razliku od toga, § 1. st. 10. KAGB-a definira zasebnu imovinu kao tuzemnu imovinu kojom upravlja društvo za upravljanje za račun ulagatelja u skladu s odredbama KAGB-a i ugovora između ulagatelja i društva za upravljanje, pri čemu se ulagateljima priznaje pravo otkupa. Ovakva definicija samo po sebi nije dovoljna. Stoga se zasebna imovina i u njemačkome pravu primarno određuje u odnosu na prava i obveze unutar investicijskog trokuta, tj. između depozitara, društva za upravljanje i ulagatelja.

³⁸⁵ Čl. 3. st. 1. t. 1. ZOIFJP-a. Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 373. U njemačkom pravu isto vrijedi za zasebnu imovinu (*Sondervermögen*) fondova bez pravne osobnosti. Vidi: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., vor §§ 30-45 InvG Rbr. 10. Kod luksemburškog prava, to isto vrijedi za FCP (*fonds commun de placement*) kao ugovornog tipa UCITS fonda, za razliku od UCITS fondova s pravnom osobnošću SICAV-a (*société d'investissement à capital variable*) i SICAF-a (*société d'investissement à capital fixe*). Vidi: Kremer, C., Lebbe, I., op. cit. u bilj. 32., str. 84. Francuski zakonodavac, prema čl. L214-4

ZOIFJP je usvojio koncept, prema kojemu zasebna imovina UCITS fondova, tj. stvari, prava i tražbine fonda,³⁸⁶ pripada *zajednički* ulagateljima.³⁸⁷ Dok je ZIF 05 sadržavao izričitu odredbu u kojoj je određivao da je zasebna imovina fonda u zajedničkom vlasništvu ulagatelja,³⁸⁸ ZOIFJP koristi drugu terminologiju, te u čl. 88. st. 4. ZOIFJP-a predviđa da ulagatelj na temelju ugovora o ulaganju stječe položaj suovlaštenika na stvarima, pravima i tražbinama koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini investicijskog fonda. Nadalje, čl. 94. st. 1. ZOIFJP-a predviđa da nijedan ulagatelj ne može zahtijevati diobu *zajedničke* zasebne imovine investicijskog fonda.

Pri tome imatelji udjela nemaju pravo birati, tj. prospektom fonda se ne može odstupiti od vlasničkog koncepta nad zasebnom imovinom fonda.³⁸⁹

Code monétaire et financier, također poznaje ugovorni tip UCITS fonda kojeg također iznačava kao FCP (*fonds commun de placement*) i UCITS fond koji ima pravnu osobnost, SICAV (*société d'investissement à capital fixe*). Slovenski zakonodavac također regulira UCITS fond kao fondove bez pravne osobnosti (*vzajemni sklad*). Vidi čl. 9. ZISDU-2.

³⁸⁶ O stvarnopravnom načelu specijalnosti, tj. određenosti vidi više u: Čulinović-Herc, E., Ugovorno osiguranje tražbina zalaganjem pokretnih stvari bez predaje stvari u posjed vjerovnika, Rijeka, 1998.

³⁸⁷ O stvarnopravnom pripadanju zasebne imovine UCITS fonda vidi opsežno u Čulinović-Herc, E., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 24., str. 123 i dalje.

³⁸⁸ Čl. 89. ZIF 05.

³⁸⁹ Općenito o razlici između vlasničkog i povjereničkog koncepta nad zasebnom imovinom fonda vidi u: Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 373-377. Navedeno rješenje razlikuje se od rješenja koje je usvojeno u njemačkom KAGB-u, prema kojemu se fondovi bez pravne osobnosti u prospektu opredjeljuju hoće li imovina fonda (*Sondervermögen*) biti u vlasništvu društva za upravljanje (*Treuhandlösung*) ili u vlasništvu imatelja udjela (§ 92. st. 1. KAGB-a), odnosno odlučuju se ili za povjerenički ili za vlasnički koncept vlasništva nad zasebnom imovinom fonda. Ako imovina ostaje u vlasništvu imatelja udjela, tada se njemačko pravo opredijelilo za režim suvlasništva – *Miteigentumlösung* (*Geimanschaft nach Bruchteilen*, § 741 – 758 BGB-a). Pri tome se *Miteigentumlösung* model kod investicijskih fondova bez pravne osobnosti razlikuje od nekih rješenja koje BGB inače predviđa za suvlasništvo po idealnim dijelovima kao oblik vlasništva više osoba nad određenim stvarima. Glavna razlika jest da ulagatelj/suvlasničar nije ovlašten postaviti zahtjev za razvrgnućem suvlasništva. Drugim riječima, imatelj udjela nije ovlašten razvrgnuti zajednicu suvlasničara nad imovinom fonda. To se pravo zamjenjuje pravom otkupa udjela, na koji način ulagatelj može izaći iz investicijskog fonda. Vidi za njemačko pravo: Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 29 i str. 31; Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 53. Inače je suvlasničar ovlašten postaviti zahtjev za razvrgnućem suvlasništva u svako doba, prema § 749. st. 2. BGB-a. Međutim, između dvije alternative u KAGB-u, *Miteigentumlösung* modela i *Treuhandlösung* modela, njemački se autori slažu da nema praktične razlike. Dokaz tomu je što u oba modela društvo za upravljanje ima iste ovlasti, a ulagatelji ista prava. Vidi: Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2394; Roth, G. H., op. cit. u bilj. 83., str. 145; Wendt, P., op. cit. u bilj. 97., str. 189-190. Tako društvo za upravljanje ima pravo i obvezu postavljati iste materijalnopravne zahtjeve prema depozitaru da bi očuvao interese ulagatelja, pri čemu zakon ne pravi razliku je li imovina fonda u vlasništvu društva za upravljanje ili u suvlasništvu ulagatelja. Međutim, iako nema praktičnih razlika između ova dva modela, Canaris navodi da se u teoriji pojavljuju dva ključna momenta gdje se pravni temelji ova dva modela ipak razlikuju, a to su zaštita imovine fonda od zahtjeva trećih prema društvu za upravljanje i pravni temelj ovlasti za upravljanje imovinom fonda. Kada se društvo za upravljanje pojavljuje kao vlasnik imovine, izlučenje imovine fonda od imovine kojom društvo za upravljanje odgovara za svoje obveze ravna se prema pravilima za fiducijarno vlasništvo. Vidi: Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2411 i Rbr. 279. S druge strane, u *Miteigentumlösung* modelu imovina fonda jasno je odvojena od imovine društva za upravljanje, tj. nalazi se u suvlasništvu ulagatelja. Stoga Klenk smatra da suprotno od *Miteigentumlösung* modela, u *Treuhandlösung* modelu ulagatelji imaju tek *kvazi* materijalna prava u odnosu na imovinu fonda. Točan navod: „Man kann deshalb bei der *Treuhandlösung* von einer *quasidinglichen Berechtigung der Anteilhaber am Sondervermögen sprechen*“. Vidi u: Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 7. Što se tiče ovlasti društva za upravljanje da upravlja imovinom fonda, u *Treuhandlösung* modelu ona proizlazi iz same činjenice što je titular zasebne imovine društvo za upravljanje gdje zakon i prospekt fonda tek ograničavaju

Zasebno imovinom fonda upravlja društvo za upravljanje,³⁹⁰ i to u svoje ime i za račun svih ulagatelja,³⁹¹ a depozitar ju pohranjuje te obavlja ostale poslove predviđene ZOIFJP-om.³⁹² Pri obavljanju povjerenih poslova, oba su subjekta vezana pravilima ZOIFJP-a, te odredbama prospekta i pravilima UCITS fonda.

Sastav zasebne imovine određen je ZOIFJP-om. Prije svega, imovinu fonda čine sredstva koja su ulagatelji uložili u fond. Ulagatelji uplaćuju udjele isključivo u novcu,³⁹³ pri čemu je zabranjeno uplaćivati udjele u stvarima i pravima. Iznimno, udjeli se mogu uplatiti u financijskim instrumentima kojima se trguje na uređenom tržištu i kojima je moguće utvrditi točnu cijenu.³⁹⁴

Zasebna imovina fonda povećava se kada ulagatelji kupuju udjele fonda, a smanjuje se kada ulagatelji otkupe svoj udjel iz fonda.³⁹⁵ Izuzeci od pravila da se kupnjom udjela zasebna

tu ovlast. S druge strane, u *Miteigentumslösung* modelu, ovlast za upravljanje nad imovinom tek se uspostavlja posebnim zakonskim rješenjima o upravljanju imovinom fonda. Vidi: Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2409. Međutim, zaključak je uvijek isti, a to je da praktične razlike između ova dva njemačka modela vlasništva nad imovinom fondova bez pravne osobnosti nema. Štoviše, *Treuhandlösung* model se kritizira najviše jer je u tom modelu iznimno teško zadovoljiti jedno od temeljnih načela, a to je da su imovina fonda i imovina društva za upravljanje strogo odvojene! Vidi: Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2395. I u njemačkoj praksi u potpunosti je prevladao *Miteigentumlösung* model, dok se *Treuhandlösung* model zadržao kao rješenje samo za nekretninske fondove, zbog potreba zemljišnoknjižnog prava. Vidi: Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 6 KAGG Rbr. 4. Time se postavlja pitanje zašto je njemački zakonodavac uopće uveo *Treuhandlösung* model? Wendt smatra da je razlog tomu što se *Miteigentumlösung* model smatrao slabim oblikom vlasništva, jer je ulagateljima oduzeto pravo upravljanja imovinom koju imaju u suvlasništvu, te se stoga model u kojemu jedan subjekt, tj. društvo za upravljanje ima vlasništvo nad imovinom te ujedno i ovlast da njome upravlja smatrao jačim. Pri tome, Wendt naglašava da cilj njemačkoga zakonodavca nije bilo uvođenje novih pravnih oblika, kao što je angloamerički *trust*, što bi se možda *prima facie* za *Treuhandlösung* model moglo zaključiti. Vidi: Wendt, P., op. cit. u bilj. 97., str. 190. Wendt navodi sljedeće: „[...] in deutschen Recht besteht bislang kein Vorbild für ein trust-ähnliches Treuhandeigentum“. Isto i: Roth, G. H., op. cit. u bilj. 83., str. 145.

³⁹⁰ Čl. 87. st. 1. ZOIFJP.

³⁹¹ Tako i za austrijsko pravo vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/88.

³⁹² Čl. 213. st. 1. ZOIFJP.

³⁹³ Čl. 243. st. 3. ZOIFJP.

³⁹⁴ Čl. 243. st. 3. ZOIFJP. Specifična situacija nastaje kod statusnih promjena fondova, točnije pri spajanju i pripajanju fondova, gdje je jedan od pravnih učinaka da imatelj udjela u fondu prenositelju dobiva udjele u fondu preuzimatelju sukladno omjeru zamjene (čl. 253. st. 3. ZOIFJP). To će u biti značiti da ulagatelj kupuje udjele u fondu preuzimatelju unošenjem stvari i prava koje su tvorile zasebnu imovinu fonda prenositelja.

³⁹⁵ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 369; Čulinović-Herc, E., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 24., str. 108. Tako i za njemačko pravo Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., vor §§ 39 InvG Rbr. 12. Klenk objašnjava razliku između, tzv. „cash method“ i „appropriation method“ slaganja zasebne imovine fonda. Prema *cash method*, koja je usvojena u njemačkome pravu, zasebna imovina fonda raste uplatama ulagatelja na račun kojega vodi depozitar za svaki fond, odnosno sklapanjem ugovora o ulaganju i plaćanjem cijene udjela. Za razliku od toga, da se usvojila *appropriation method* zasebna imovina bi rasla izdavanjem udjela UCITS fonda, tj. rasla bi na način da ulagatelji kupuju udjele UCITS fonda kao nematerijalizirane financijske instrumente koje je izdalo društvo za upravljanje, a koje bi ih izdavalo u serijama, po potrebi. Ovakav način slaganja zasebne imovine smatrao se vrlo nepraktičnim i nepopularnim jer bi se time tražilo od društva za upravljanje da ima visoki iznos vlastite imovine za financiranje izdavanja pojedinih serija udjela. Također, kada bi ulagatelji kupovali udjele, kupovali bi ih od društva za upravljanje pri čemu bi plaćena cijena ulazila u imovinu društva za upravljanje a ne fonda. Stoga je i u njemačkoj usvojena, tzv. *cash method* slaganja zasebne imovine koja odgovara *open-end* načelu, a primjenjuje se jednako i na fondove sa i bez pravne osobnosti. Vidi o tomu u: Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 23-29; Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u

imovina povećava su kada se izdavanje novih udjela može obaviti dodjelom novih udjela na ime isplate udjela u dobiti, smanjenjem vrijednost udjela na ime dodjele novih udjela i drugi slučajevi koje propiše HANFA.³⁹⁶ Također, zasebna imovina fonda se ne povećava, naravno, niti kod derivativne kupnje udjela, tj. kupnje udjela od imatelja udjela.

Da bi se UCITS fond uopće mogao osnovati, potrebno je da se pri početnoj ponudi udjela prikupi minimalno 5.000.000,00 kn, a tek nakon što se zadovolji taj uvjet, društvo za upravljanje može početi ulagati prikupljena novčana sredstva.³⁹⁷ Pri tome treba razlikovati trenutak uplate, odnosno doznake novčanih sredstava na račun fonda kod depozitara od stjecanja udjela kao nematerijaliziranog financijskog instrumenta. Ulagatelj najprije doznajuje odgovarajuća sredstva, i time tek stječe pravo da mu se izda udjel, kojim on nadalje može slobodno raspolagati.³⁹⁸

Zasebnoj imovini pripada i sve što je stečeno upravljanjem zasebnom imovinom, i to *ipso iure*, a što se odnosi na sve što je društvo za upravljanje steklo na temelju prava koja pripadaju investicijskom fondu ili na temelju pravnih poslova društva za upravljanje koji se odnose na zasebnu imovinu fonda kojim upravljaju.³⁹⁹ Drugim riječima, zasebnu imovinu fonda čine i sva prava, tražbine, građanskopravni plodovi i koristi iz pravnih poslova koje je društvo za upravljanje poduzelo u odnosu na zasebnu imovinu. Nastupa zakonska surogacija, što znači da nije potrebno sklapati posebne pravne poslove ili tražiti ovlaštenje društva za upravljanje da bi se stečena korist prenijela na zasebnu imovinu fonda, tj. na ulagatelje u čijem se zajedničkom vlasništvu nalazi.⁴⁰⁰

bilj. 125., str. 54. Isto i za austrijsko pravo vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/35.

³⁹⁶ Čl. 243. st. 2. ZOIFJP.

³⁹⁷ Čl. 242. st. 1. ZOIFJP. ZIF 05 je predviđao da otvoreni investicijski fond s javnom ponudom mora skupiti najmanje 5.000.000,00 kn (čl. 93. ZIF 05). Ako bi vrijednost imovine UCITS fonda, nakon što je osnovan, pala ispod 5.000.000,00 kn tijekom tri uzastopna kalendarska mjeseca, fond se mora likvidirati ili pripojiti drugom investicijskom fondu (čl. 237. st. 1. ZIF 12; čl. 93. ZIF 05).

³⁹⁸ Čl. 104. st. 2.a ZOIFJP zajedno s čl. 105. st. 1. ZOIFJP. Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 369. Za njemačko pravo vidi: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., vor §§ 30-45 InvG Rbr. 12. Za austrijsko pravo vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/44.

³⁹⁹ Čl. 90. st. 2. ZOIFJP.

⁴⁰⁰ O surogaciji i njenom značenju za investicijski posao vidi Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 376-379. Isto je rješenje prihvaćeno i za njemačko pravo u § 92. st. 2. KAGB-a. Vidi o tome više u: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 30 InvG Rbr. 28; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2402; Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 47; Reiss, M., op. cit. u bilj. 104., str. 65; Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 6 KAGG Rbr. 19; Wendt, P., op. cit. u bilj. 97., str. 41. Tako i za austrijsko pravo vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/102.

Pri upravljanju zasebnom imovinom fonda, društvo za upravljanje dužno je poštovati zakonska ograničenja ulaganja za UCITS fondove,⁴⁰¹ kao i ona koja su posebno propisana prospektom i pravilima UCITS fonda.

S obzirom na to da zasebna imovina fonda nema pravnu osobnost, iduće važno pitanje jest odgovara li zasebna imovina fonda za obveze društva za upravljanje. ZOIFJP-om je izričito usvojeno rješenje prema kojemu zasebna imovina fonda ne odgovara za obveze društva za upravljanje,⁴⁰² čime se provodi načelo odvojenosti imovine UCITS fonda od imovine društva za upravljanje, a radi zaštite ulagatelja.

Postavlja se i pitanje odgovara li zasebna imovina UCITS fonda za obveze koje je društvo za upravljanje preuzelo u svoje ime, a za zajednički račun ulagatelja. ZOIFJP, kao ni ZIF 05, nisu izrijekom riješili ovo pitanje. Međutim, smatramo da čl. 91. st. 2. ZOIFJP-a prema kojemu društvo za upravljanje ne smije sklapati pravne poslove koji izravno obvezuju ulagatelje valja tumačiti tako da zasebna imovina ipak ne odgovara.⁴⁰³ Budući da zasebna imovina nema pravnu osobnost, te pripada zajednički ulagateljima, tumačenje da je odgovorna za obveze koje društvo za upravljanje preuzme u svoje ime, a za zajednički račun ulagatelja, značilo bi da društvo za upravljanje ipak može izravno ugovarati obveze za ulagatelja. Ako imovina društva za upravljanje nije dovoljna za ispunjenje obveze prema vjerovniku, tada vjerovnik može tražiti da se na njega prenese tražbina društva za upravljanje prema zasebnoj imovini fonda.⁴⁰⁴ Međutim, društvo za upravljanje ima tražbinu prema imovini fonda radi naknade točno određenih troškova kao i pravo na naknadu za upravljanje fondom. Izvan tih predviđenih tražbina, društvo za upravljanje niti vjerovnici društva za upravljanje ne mogu teretiti zasebnu imovinu fonda.

I kada je riječ o tražbinama / troškovima koji terete zasebnu imovinu fonda, ulagatelji ipak ne odgovaraju za obveze zasebne imovine fonda, odnosno njihova je odgovornost izrijekom isključena.⁴⁰⁵ Kada društvo za upravljanje ima pravo prema ugovoru o ulaganju naplatiti tražbine s naslova troškova i naknade za upravljanje, može teretiti isključivo imovinu fonda, nikako ne i vlastitu imovinu ulagatelja.⁴⁰⁶ Oni odgovaraju za obveze zasebne imovine UCITS fonda samo do visine uloženog.

⁴⁰¹ Čl. 249. i čl. 250. ZOIFJP-a.

⁴⁰² Što je i izričito usvojeno u čl. 91. st. 1. ZOIFJP.

⁴⁰³ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 383. Njemački zakonodavac izrijekom je odredio da zasebna imovina ne odgovara za obveze koje je preuzeo društvo za upravljanje u svoje ime, a za zajednički račun ulagatelja. Vidi § 93. st. 2. KAGB-a. Vidi Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 31 InvG Rbr. 8.

⁴⁰⁴ Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 6.

⁴⁰⁵ Čl. 91. st. 4. ZOIFJP.

⁴⁰⁶ Čl. 91. st. 4. ZOIFJP. Isto rješenje sadržavao je i ZIF 05. Vidi čl. 90., čl. 131. i čl. 208. ZIF-a 05.

2.4.1. Stjecanje stvarnog pravnog položaja ulagatelja i prava u odnosu na zasebnu imovinu fonda

Ulagatelji UCITS fonda suovlašteni su na stvarima, pravima i tražbinama koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini fonda. Stjecanje stvarnog pravnog ovlaštenja nad zasebnom imovinom fonda valja razlikovati od stjecanja udjela UCITS fonda kao nematerijaliziranog financijskog instrumenta.⁴⁰⁷ Za ulagatelja je najpovoljnije rješenje da u istom trenutku stekne udjel UCITS fonda i položaj stvarnog pravnog ovlaštenika u odnosu na zasebnu imovinu fonda. Međutim, odredbe ZOIFJP-a otvaraju prostor za tumačenje da se trenutak njihova stjecanja ipak razdvaja.

Naime, ZOIFJP u čl. 88. st. 4. ZOIFJP-a predviđa da ulagatelj postaje suovlaštenik na stvarima, pravima i tražbinama koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini fonda na temelju ugovora o ulaganju.⁴⁰⁸ Pri tome nije jasno opisuje li izraz „na temelju ugovora o ulaganju“ samo pravnu osnovu stjecanja stvarnog pravnog položaja ulagatelja u zasebnoj imovini UCITS fonda ili se time ujedno određuje i trenutak kada ulagatelj stječe taj položaj u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda.⁴⁰⁹ Jasno je da ulagatelj ne može postati suovlaštenik iz čl. 88. st. 4. ZOIFJP-a prije no što se novčana sredstva koje je on uplatio na ime kupnje udjela fonda ne pripoje zasebnoj imovini UCITS fonda.

S druge strane, udjele UCITS fonda kao nematerijalizirane financijske instrumente kao i prava iz udjela ulagatelji stječu tek upisom u registar udjela. Čl. 104. st. 1. ZOIFJP-a izrijekom propisuje: „*Udjel i prava iz udjela u UCITS fondu stječe se upisom u registar...*“.

Usporedbom rješenja iz čl. 88. st. 4. ZOIFJP-a i čl. 104. st. 1. ZOIFJP-a, uočavamo da zakonodavac razlikuje trenutak i osnovu kojom ulagatelj stječe stvarno pravo položaj u UCITS fondu od trenutka i osnove kojom ulagatelj stječe udjel i prava iz udjela UCITS fonda. Stoga se postavlja pitanje postaje li ulagatelj stvarno pravo ovlaštenik u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda prije no što stekne prava iz udjela UCITS fonda temeljem čl. 104. st. 1. ZOIFJP-a?

Odgovor na ovo pitanje može se dobiti jedino određivanjem u kojem trenutku uplaćena novčana sredstva ulagatelja prirastaju zasebnoj imovini UCITS fonda. ZOIFJP niti provedbeni

⁴⁰⁷ Tako i za njemačko pravo vidi Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 33 InvG Rbr. 8.

⁴⁰⁸ Čl. 88. st. 4. ZOIFJP.

⁴⁰⁹ S obzirom na zakonodavna rješenja ZOIFJP-a, vidi za argument da se ipak radi o pravnom temelju za stjecanje stvarnog pravnog položaja ulagatelja u zasebnoj imovini UCITS fonda u Čulinović-Herc, E., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 24., str. 114.

propisi ne daju odgovor na ovo pitanje, što smatramo propustom. Uvidom u praksu hrvatskih UCITS fondova, uplaćena novčana sredstva ulagatelja na ime kupnje udjela UCITS fonda uplaćuju se izravno na račun UCITS fonda, gdje uvid o izvršenoj uplati imaju i depozitar i društvo za upravljanje. Drugim riječima, uplaćena novčana sredstva UCITS fonda prirastaju *odmah* zasebnoj imovini UCITS fonda.

Dakle, uplaćena novčana sredstva nalaze se na računu zasebne imovine UCITS fonda još i prije no što je sklopljen ugovor o ulaganju, odnosno prije no što je ulagatelju priznat stvarnopravni položaj, a svakako prije no što je ulagatelj stekao udjel UCITS fonda.⁴¹⁰ Time dolazi do neopravdanog razdvajanja trenutka između faktičnog i pravnog položaja ulagatelja u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda, odnosno razdvajanje trenutka faktičnog pripajanja njegovih uplaćenih sredstava zasebnoj imovini UCITS fonda i priznavanja ulagatelju položaja stvarnopravnog ovlaštenika u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda (jer ugovor o ulaganju još uvijek nije sklopljen).⁴¹¹ Nadalje, može doći i do raskoraka između stjecanja stvarnopravnog položaja u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda (nakon što je ugovor o ulaganju sklopljen) i stjecanja prava iz udjela UCITS fonda temeljem čl. 104. st. 1. ZOIFJP-a i to jer je društvu za upravljanje dan rok od čak 7 radnih dana od dana sklapanja ugovora o ulaganju za izvršenje upisa u registar udjela.⁴¹²

Hrvatski zakonodavac prepoznao je da je takvo rješenje na štetu ulagatelja, te je određena ravnoteža uvedena u čl. 88. st. 5. ZOIFJP-a kojim se predviđa da društvo za upravljanje smije ulagati uplaćena sredstva ulagatelja tek *nakon* što je izdan udjel UCITS fonda, odnosno nakon što je ulagatelj stekao prava temeljem izdanog udjela UCITS fonda.

U praksi, problem razdvajanja trenutka uplate novčanih sredstava i „odgođenog“ priznavanja ulagatelju statusa stvarnopravnog ovlaštenika, odnosno sklapanja ugovora o ulaganju neće biti značajan ako društvo za upravljanje prihvati ponudu ulagatelja za sklapanje *odmah* idući dan nakon izvršene uplate, s obzirom na to da se izračun neto vrijednosti

⁴¹⁰ Suprotno od toga, u njemačkom se pravu smatra da je trenutak stjecanja položaja suovlaštenika na stvarima, pravima i tražbinama koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini UCITS fonda trenutak kada se uplaćena sredstva ulagatelja pridružuju zasebnoj imovini fonda, što je u pravilu i trenutak sklapanja ugovora o ulaganju. Vidi: Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2378; Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbühren, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 23 InvG Rbr. 4.

⁴¹¹ Da bi u takvoj situaciji dolazilo do neopravdanog raskoraka (...*„einer unerwünschten Inkongruenz von wirtschaftlicher und dinglicher Berechtigung führen“*) smatra se i u njemačkome pravu. Vidi Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbühren, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 23 InvG Rbr. 4. Također vidi Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2378.

⁴¹² Čl. 104. st. 2.a ZOIFJP.

imovine i cijene udjela UCITS fonda uvijek temelji na kriteriju T-1, odnosno prema stanju od prethodnog dana, kada se uplata i dogodila.⁴¹³

Problem treba sagledati drukčije ako je između uplate novčanih sredstava i prihvata ponude za sklapanje ugovora o ulaganju (kojeg daje društvo za upravljanje) prošlo nekoliko dana. S jedne strane, zahvaljujući primljenoj uplati mogla bi porasti vrijednost zasebne imovine fonda, od čega bi korist imali drugi ulagatelji povećanjem njihove cijene udjela, no ulagatelj koji je uplatio novčana sredstva bio bi oštećen jer još nije stekao položaj imatelja udjela UCITS fonda. Iako u praksi prema računovodstvenim pravilima (uplaćena sredstva se u pasivi vode kao obveza društva za upravljanje) uplaćena sredstva ne ulaze u izračun neto vrijednosti UCITS fonda, smatramo da bi *de lege ferenda* trebalo izrijekom propisati da uplaćena novčana sredstva ne ulaze u zasebnu imovinu UCITS fonda dok nije sklopljen ugovor o ulaganju.

S druge strane, opravdanim smatramo rješenje prema kojemu društvo za upravljanje ima pravo na određeni rok za razmišljanje hoće li prihvatiti ponudu za sklapanje ugovora o ulaganju. No, s *de lege lata* rješenjem skopčan je problem neodređenosti vremenskog roka u kojemu je društvo za upravljanje dužno prihvatiti ili odbiti sklapanje ugovora o ulaganju.⁴¹⁴

Tome treba dodati da između sklapanja ugovora o ulaganju i upisa u registar udjela UCITS fonda (odnosno njegova izdavanja) može proći 7 radnih dana,⁴¹⁵ iako se to u praksi mahom radi odmah nakon prihvata ponude, iz čega slijedi da vrijeme uplate novčanih sredstava u odnosu na vrijeme stjecanja statusa punopravnog ovlaštenika može značajnije divergirati. Stoga se opravdano postavlja pitanje od kojeg će se trenutka ulagatelju „pripisivati“ prava iz udjela, odnosno treba li ulagatelj ta prava nakon što se izvrši upis u registar udjela steći retroaktivno i to s datumom uplate novčanih sredstava?

To nije riješeno ZOIFJP-om niti provedbenim propisima što smatramo propustom. Uvidom u praksu UCITS fondova, ustanovili smo da se u registar udjela upisuju udjeli UCITS fonda retroaktivno, odnosno s datumom uplate novčanih sredstava. Time sama praksa rješava raskorak između faktičnog pripajanja uplaćenih sredstava potencijalnih ulagatelja zasebnoj imovini UCITS i prava koja se ulagateljima priznaju tek izdavanjem udjela UCITS fonda temeljem čl. 104. st. 1. ZOIFJP-a.

⁴¹³ Izračun neto vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda vrši se uvijek retroaktivno, za prethodni dan. Vidi čl. 3. st. 2. Pravilnika o utvrđivanju neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu.

⁴¹⁴ O tomu je više rečeno u poglavlju 2.1.2.

⁴¹⁵ Vidi čl. 104. st. 2. ZOIFJP-a.

Kao glavni nedostatak odgođenog upisa u registar udjela u odnosu na trenutak pripajanja uplaćenih sredstava potencijalnih ulagatelja zasebnoj imovini UCITS fonda ističemo nemogućnost raspolaganja udjelom (zasnivanja založnog i drugih prava na udjelu) i pravima iz udjela UCITS fonda (pravo na dobit, pravo na otkup, pravo na obavještenost putem godišnjih i polugodišnjih izvještaja, te pravo na isplatu dijela ostatka likvidacijske mase fonda) do trenutka upisa u registar udjela UCITS fonda. Također, potencijalni ulagatelj ne ostvaruje pravo na kamatu na uplaćena novčana sredstva za vrijeme kojeg je društvo za upravljanje ovlašteno razmatrati hoće li prihvatiti ponudu ulagatelja za sklapanje ugovora o ulaganju,⁴¹⁶ neovisno o vremenskom trajanju razmatranja.

UCITS zakonodavstvo ne određuje značaj upisa u registar udjela. UCITS IV Direktiva u preambuli 22 samo spominje postojanje registra udjela UCITS fonda, no način njegova vođenja i učinci vezani uz upis u registar udjela ostavljeni su nacionalnim zakonodavstvima.⁴¹⁷

Prema ZOIFJP-u, upis u registar udjela, pored stjecanja prava iz udjela, trenutak je i kada ulagatelji stječu pravo zasnivanja založnih i drugih prava nad udjelima,⁴¹⁸ kao i da se na tim udjelima njihovi vjerovnici mogu ovršiti. No, registar udjela UCITS fonda, iako nalikuje sustavu zemljišnih knjiga, nema publicitetnu ulogu u pravom smislu⁴¹⁹ s obzirom na to da su podaci iz registra udjela tajni, osim za subjekte određene ZOIFJP-om.⁴²⁰ Stoga se potreba za konstitutivnošću upisa za stjecanje prava ulagatelja u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda ne može dovesti u vezu s publicitetnom funkcijom registra.

Jasno je da hrvatski zakonodavac *de lege lata* vezuje važne učinke uz upis u registar udjela. Međutim, prema rješenju koje je na snazi, osim što nije zakonom određeno u kojem trenutku se zasebna imovina fonda povećava uplatama ulagatelja (već je to riješeno u praksi), novopridošli ulagatelj ne postaje stvarnopravni ovlaštenik na zasebnoj imovini fonda

⁴¹⁶ To jasno proizlazi iz čl. 89. st. 4. ZOIFJP-a prema kojemu je društvo za upravljanje, ako odbije ponudu potencijalnog ulagatelja za sklapanje ugovora o ulaganju, dužno vratiti uplaćena novčana sredstva na ime kupnje udjela u nominalnom iznosu, bez kamata.

⁴¹⁷ Preambula 22. UCITS IV Direktive glasi: „*It should be possible for the UCITS home Member State to provide for rules regarding the content of the unit-holder register of the UCITS. The organisation of the maintenance and the location of that register should, however, remain part of the organisational arrangements of the management company.*“

⁴¹⁸ Vidi čl. 105. st. 1. ZOIFJP.

⁴¹⁹ Registar udjela ipak ima ograničenu publicitetnu ulogu prema trećima kada treći na udjelima zasnivaju neko pravo ili teret, a što se može zasnovati na udjelu UCITS fonda jedino upisom u registar udjela. Također, ovlaštena tijela, primjerice HANFA i druga tijela iz čl. 103. st. 1. ZOIFJP-a, imaju uvid u sastav ulagatelja UCITS fonda upravo temeljem podataka iz registra udjela UCITS fonda. U tom smislu može se argumentirati da tek od upisa u registar udjela, promjena u sastavu ulagatelja postaje „vanjski“ vidljiva. Vidi Čulinović-Herc, E., u Čulinović-Herc, E. (ur), op. cit. u bilj. 24., str. 114.

⁴²⁰ Vidi čl. 103. st. 1. ZOIFJP.

trenutkom uplate novčanih sredstava već tek nakon što dođe do sklapanja ugovora, a prava iz udjela mu se priznaju tek upisom u registar udjela.

Jedno od mogućih rješenja za bolji položaj ulagatelja je da se po izvršenom upisu u registar udjela pravo na dobit kao jedno od prava iz udjela ostvaruje retroaktivno, odnosno od trenutka pripajanja uplaćenih novčanih sredstava zasebnoj imovini UCITS fonda (što je u skladu s praksom retroaktivnog upisa), a drugo je da za uplatu koja nije uslijedila sklapanjem ugovora ulagatelj pri povratu iznosa može računati na kamatu, posebice ako je društvo za upravljanje razmišljalo o prihvatu ponude duže od određenog roka. Općenito, interes ulagatelja je što prije saznati je li društvo za upravljanje prihvatilo njegovu ponudu, te *de lege ferenda* valja razmotriti uvođenje obveze da društvo za upravljanje odmah obavijesti potencijalne ulagatelje o prihvatu/odbijanju ponude za sklapanja ugovora o ulaganju.

2.4.2. Specifičnosti stvarnopravnog uređenja zasebne imovine UCITS fonda

Ulagatelj sklapanjem ugovora o ulaganju stječe „položaj suovlaštenika na stvarima, pravima i tražbinama koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini investicijskog fonda.“⁴²¹ Time je zakonodavac izriekom odredio kome pripada zasebna imovina UCITS fonda.⁴²² Ovakav zakonski izričaj u skladu je s načelom specijalnosti u stvarnome pravu,⁴²³ zbog čega bi bilo pogrešno ulagatelje udjela označiti kao „vlasnike“ nad zasebnom imovinom UCITS fonda.⁴²⁴

Iako su u smislu stvarnog prava označeni kao zajedničari, tj. suimatelji zasebne imovine UCITS fonda, ZOIFJP predviđa niz specifičnih rješenja koja se razlikuju od općeg režima zajedničkog vlasništva.⁴²⁵ Prije svega, zajedničari UCITS fonda nemaju pravo upravljanja

⁴²¹ Čl. 88. st. 4. ZOIFJP. O pravnom određenju zasebne imovine UCITS fonda vidi i u poglavlju 2.4.

⁴²² Vidi u Čulinović-Herc, E., u Čulinović-Herc, E. (ur), op. cit. u bilj. 24., str. 126 i dalje.

⁴²³ Načelo specijalnosti nalaže da se stvarno pravo može zasnovati samo na točno određenoj stvari, dok se na pravima i tražbinama može steći obveznopravni položaj vjerovnika. U potonjem slučaju, tražbina neće glasiti na svakog pojedinog ulagatelja kao vjerovnika već će se označavati kao tražbina fonda, tj. zajednice svih ulagatelja. O načelu specijaliteta u odnosu na zasebnu imovinu fonda vidi za njemačko pravo u: Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 5-7. Za komparativnu analizu stvarnih prava na vrijednosnim papirima s obzirom na načelo specijalnosti, vidi Johansson, E., *Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity*, Berlin/Heidelberg, 2009.

⁴²⁴ Vidi i Čulinović-Herc, E., u Čulinović-Herc, E. (ur), op. cit. u bilj. 24., str. 124.

⁴²⁵ Zajedničko vlasništvo uređeno je Zakonom o vlasništvu i drugim stvarnim pravima (dalje u tekstu: ZVDSP), (NN 91/96, 68/98, 137/99, 22/00, 73/00, 129/00, 114/01, 79/06, 141/06, 146/08, 38/09, 153/09, 143/12) od čl. 57. do čl. 65., a podredno se primjenjuju pravila o suvlasništvu. U hrvatskome se pravu smatra da je redoviti oblik vlasništva više osoba na istoj stvari/imovini suvlasništvo, a tek iznimno zajedničko vlasništvo. Pa tako čl. 57. st. 2. ZVDSP-a određuje da stvar može biti u zajedničkom vlasništvu samo na temelju zakona. Zajedničko vlasništvo jest iznimka u hrvatskome stvarnopravnom uređenju. Primjeri kada je uspostava zajedničkog vlasništva predviđena su ortaštvo (čl. 637. ZOO), nasljednička zajednica (čl. 141 Zakona o nasljeđivanju, NN 48/03, 163/03, 127/13), zajednička pričuva (čl. 90. ZVDSP-a), te zajednička imovina osnivača preddruštva (čl. 6. st. 2. ZTD-a).

imovinom,⁴²⁶ što bi im kao zajedničarima u stvarnopravnom smislu pripadalo.⁴²⁷ Pravo upravljanja su ulagatelji, svaki u zasebno sklopljenom ugovoru o ulaganju prenijeli na društvo za upravljanje. Dano ovlaštenje za upravljanje, za razliku od stvarnopravnog režima zajedničkog vlasništva, ulagatelji ne mogu opozvati niti ograničiti, s obzirom na to da je sadržaj i način prenošenja upravljanja zasebnom imovinom fonda društva za upravljanje izričito određen ZOIFJP-om.

U skladu s time, ulagatelji nisu ovlašteni ostvarivati pravo glasa iz financijskih instrumenata koji ulaze u zasebnu imovinu UCITS fonda. ZOIFJP je to pravo izričito dao društvu za upravljanje, koje je ovlašteno opunomoćiti depozitara ili treće osobe da to učine u ime društva za upravljanje, ali uvijek uz jasne upute opunomoćenicima kako moraju glasati.⁴²⁸ Pri tome je izrijekom zabranjeno društvu za upravljanje da punomoć za ostvarivanje prava glasa iz financijskih instrumenata UCITS fonda daje nekome od ulagatelja tog UCITS fonda.⁴²⁹

Nadalje, ZOIFJP je, za razliku od ZIF-a 05, izrijekom zabranio ulagateljima da kao zajedničari zahtijevaju diobu zasebne imovine fonda.⁴³⁰ Diobu zajedničkog vlasništva nad zasebnom imovinom fonda ne mogu tražiti ni založni ili fiducijarni vjerovnik, ovrhovoditelj ili stečajni upravitelj pojedinog ulagatelja.⁴³¹

Drukčije je riješeno i pravo raspolaganja udjelom u zasebnoj imovini. Dok prema općem stvarnopravnom režimu zajedničkog vlasništva zajedničar ne može prenositi svoj udjel trećim osobama,⁴³² već samo drugom zajedničaru iste stvari,⁴³³ ZOIFJP određuje da ulagatelji mogu

⁴²⁶ Čl. 87. st. 1. ZOIFJP. Tako i za austrijsko pravo vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/31. Isto i za luksemburško pravo vidi: Kremer, C., Lebbe, I., op. cit. u bilj. 32., str. 83.

⁴²⁷ Prema čl. 60. ZVDSP-a, zajedničari imaju pravo upravljati zajedničkom imovinom, pri čemu upravljanje može biti sporazumno ili se može povjeriti upravitelju. Ako zajedničari upravljanje nad imovinom povjere upravitelju, upravitelj može biti jedan od zajedničara ili treća osoba, pri čemu je upravitelj ovlašten upravljati zajedničkom imovinom samo u granicama ovlaštenja koje su mu dali zajedničari. Pri tome nema nikakvih posebnih zahtjeva za osobu koja upravlja zajedničkom imovinom, osim da radi sposobnosti da poduzima pravne radnje, bude pravno sposobna osoba. Sadržaj ovlaštenja za upravljanje nad imovinom također nije određen, te je u potpunosti prepušten zajedničarima da slobodno ugovore prava i obveze iz upravljanja nad zajedničkom imovinom. Vidi o tomu u: Gavella, N., u Gavella, N., Josipović, T., Gliha, I., Belaj, V., Stipković, Z., Stvarno pravo, svezak prvi, Zagreb, 2007., str. 728.

⁴²⁸ Vidi čl. 92. st. 2. i st. 3. ZOIFJP-a.

⁴²⁹ Čl. 92. st. 1. ZOIFJP.

⁴³⁰ Čl. 94. st. 1. ZOIFJP.

⁴³¹ Čl. 94. st. 2. ZOIFJP. Takvo se rješenje razlikuje od općeg režima zajedničkog vlasništva gdje pravo na diobu zajedničkog vlasništva imaju i treće osobe, a to su vjerovnici pojedinog zajedničara, nasljednici glede ostaviteljeva udjela te svaka treća osoba koja za to prema bilo kojem od zajedničara ima pravni interes (čl. 63. ZVSDP). Što se tiče dokazivanja pravnog interesa za treće osobe, Gavella definira da pravni interes „ima svaka ona osoba čija bi pravna situacija bila povoljnija, ako bi se udio u zajedničkom vlasništvu određene osobe pretvorio u suvlasnički dio.“ Vidi: Gavella, N., op. cit. u bilj. 427., str. 731. Tako i za austrijsko pravo vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/31. Ulagatelji ne mogu tražiti diobu UCITS fonda ni za luksemburško pravo vidi: Kremer, C., Lebbe, I., op. cit. u bilj. 32., str. 84.

⁴³² Čl. 58. st. 1. ZVDSP.

slobodno raspolagati udjelima,⁴³⁴ a čijim se prenošenjem prenosi i stvarnopravni položaj ulagatelja u zasebnoj imovini fonda.⁴³⁵ No raspolaganje udjelom ne znači da je ulagatelj ovlašten raspolagati pojedinim pravima, stvarima ili tražbinama koje ulaze u zasebnu imovinu UCITS fonda.

Prava ulagatelja prema društvu za upravljanje i depozitaru ne proizlaze iz zasebne imovine fonda,⁴³⁶ već ulagatelji ostvaruju svoja prava u investicijskom poslu na temelju obveznopravnih odnosa između ulagatelja, društva za upravljanje i depozitara, a koji su ukoričeni u udjelu kao nematerijaliziranom financijskom instrumentu.⁴³⁷

Slijedom navedenoga, može se zaključiti da je ZOIFJP kao *lex specialis* stvorio zaseban, *sui generis* stvarnopravni režim zasebne imovine fonda,⁴³⁸ u okviru kojega se prava i obveze ulagatelja moraju tumačiti smislenom razradom zakonskih odredbi ZOIFJP-a koje gotovo u potpunosti derogiraju primjenu odredbi o zajedničkom vlasništvu prema ZVSDP-u. Stoga je primjena općeg režima zajedničkog vlasništva svedena na najmanju moguću mjeru gdje se ZVSDP kao *lex generalis* može primjenjivati samo u mjeri u kojoj odgovara načelima i duhu investicijskog posla.

2.4.3. Odvojenost zasebne imovine UCITS fonda od imovine depozitara i društva za upravljanje

Sljedeća značajka zasebne imovine UCITS fondova jest da mora biti odvojena od imovine društva za upravljanje i od imovine depozitara.⁴³⁹ Svrha toga je zaštita zasebne imovine UCITS fonda od zahtjeva vjerovnika društva za upravljanje i depozitara.⁴⁴⁰ U

⁴³³ Čl. 58. st. 1. ZVDSP. Pri tome se može prenositi cijeli ili samo dio udjela.

⁴³⁴ Čl. 105. st. 1. ZOIFJP.

⁴³⁵ Vidi razradu u poglavlju 2.5.

⁴³⁶ Tako i za njemačko pravo: Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 9.

⁴³⁷ Tako i Miladin, P., Markovinović, H., Založno pravo na pravu, *Pravo u gospodarstvu*, 4, 2007., str. 137. Isto i za njemačko pravo vidi u: Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 56.

⁴³⁸ Njemački autori također smatraju da je u okviru investicijskog posla kreiran zaseban, *sui generis* tip suvlasništva, iz istih razloga kao što je razrađeno uspostavljanje *sui generis* zajedničkog vlasništva u hrvatskome pravu. Vidi: Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 9; Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 13 KAGG Rbr. 12; Einsele, D., op. cit. u bilj. 383., str. 536, Rbr. 39. Isti stav nalazimo i za luksemburško pravo. Naime, luksemburško pravo je za OPC fondove (*organisme de placement collectif*), koji su relevantni za ovaj rad jer kada se UCITS fondovi osnivaju kao ugovorni tip fonda tada se osnivaju u obliku OPC-a, predvidjelo da se imovina fonda nalazi u zajedničkom vlasništvu svih ulagatelja (*propriété collective*). Točnije, čl. 5. Loi du 17 décembre 2010. koristi termin „*masse indivise*“. Međutim, luksemburški autori također smatraju da se karakteristike zajedničke umovine FCP fondova do te mjere razlikuju od općeg režima zajedničkog vlasništva, da se može zaključiti da je Loi du 17 décembre 2010. stvorio zaseban, *sui generis* režim zajedničke imovine fonda, tj. FCP-a. Vidi u: Kremer, C., Lebbe, I., op. cit. u bilj. 32., str. 80-82.

⁴³⁹ To je u skladu s UCITS V Direktivom koja u Preambuli br. 17. predviđa da bi zasebnu imovinu UCITS fonda koja je pohranjena na skrbništvo depozitara trebalo razlikovati od imovine depozitara, te da bi u svako doba trebalo biti moguće identificirati imovinu koja pripada UCITS fondu.

⁴⁴⁰ Tako i s njemačke perspektive za isti argument vidi: Einsele, D., op. cit. u bilj. 383., str. 528, Rbr. 27.

anglosaksonskom modelu *trusta*, koji je ishodišni institut otvorenih investicijskih fondova bez pravne osobnosti (posebice glede pravnog impostiranja poslova skrbništva nad pohranjenom imovinom) osnovno je načelo odvojenost imovine skrbnika, tj. *trusteeja* od imovine *trusta* čime se onemogućava osobnim vjerovnicima skrbnika namirenje na imovini *trusta*.⁴⁴¹

ZOIFJP je izrijekom propisao da je zasebna imovina UCITS fonda odvojena od imovine društva za upravljanje, odnosno da ne ulazi u imovinu društva za upravljanje.⁴⁴² Zbog toga sve što društvo za upravljanje stekne ostvarivanjem prava i obavljanjem poslova koji se odnose na zasebnu imovinu UCITS fonda biva zakonskom surogacijom pripojeno zasebnoj imovini UCITS fonda, a ne društvu za upravljanje.⁴⁴³

Načelo odvojenosti imovine podrazumijeva držanje zasebne imovine UCITS fonda na različitom računu od računa na kojemu se vodi imovina društva za upravljanje, kao i organizacijsku razdvojenost u smislu računovodstvenih radnji za svaku imovinu, vođenja knjiga i drugo.⁴⁴⁴ Upravo je to razlog zbog kojeg je u investicijski posao uveden depozitar, te je jedno od temeljnih pravila još iz doba UCITS I Direktive - imovina UCITS fonda mora biti pohranjena kod depozitara.⁴⁴⁵ Time se najučinkovitije provodi kontrola nad provođenjem načela odvojenosti imovine UCITS fonda od imovine društva za upravljanje.

ZOIFJP-om je izrijekom propisano da zasebna imovina UCITS fonda ne ulazi u likvidacijsku ili stečajnu masu društva za upravljanje te da ne može biti predmetom ovrhe radi namirenja tražbina vjerovnika društva za upravljanje.⁴⁴⁶ To je rješenje upotpunjeno odredbama prema kojima zasebna imovina UCITS fonda ne odgovara za obveze društva za upravljanje, a ulagatelji UCITS fonda ne odgovaraju za obveze koje društvo za upravljanje preuzima u svoje ime a za zajednički račun ulagatelja UCITS fonda.⁴⁴⁷

⁴⁴¹ Wood, P. R., op. cit. u bilj 52., str. 426.

⁴⁴² Čl. 90. st. 1. ZOIFJP. Tako i za njemačko pravo vidi § 92. st. 1. KAGB-a. O tome za austrijsko pravo vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/31.

⁴⁴³ Čl. 90. st. 2. ZOIFJP. Više o zakonskoj surogaciji zasebnoj imovini UCITS fonda vidi u poglavlju 2.4.

⁴⁴⁴ Tako čl. 91. st. 1. ZOIFJP-a određuje da se zasebna imovina UCITS fonda ima držati i voditi odvojeno od imovine društva za upravljanje. Tako i za njemačko pravo vidi Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 30 InvG Rbr. 17; Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 58.

⁴⁴⁵ Čl. 7. st. 1. UCITS I Direktive.

⁴⁴⁶ Čl. 90. st. 1. ZOIFJP. Njemački zakonodavac nije izrijekom propisao da zasebna imovina UCITS fonda ne ulazi u likvidacijsku, odnosno stečajnu masu društva za upravljanje, kao što nije propisao ni da vjerovnici društva za upravljanje ne mogu provesti ovrhu nad zasebnom imovinom UCITS fonda. Međutim, takvo rješenje jasno proizlazi iz odredbe o razdvojenosti imovine društva za upravljanje od zasebne imovine UCITS fonda (§ 92. st. 1. KAGB), u okviru čega je postavljen zahtjev za odvajanjem imovine u smislu držanja na različitim računima i organizacijskom razdvojenosti u smislu vođenja računa, što je prethodno spomenuto. Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 30 InvG Rbr. 15 i dalje. Također, smatra se da je zasebna imovina UCITS fonda dodatno zaštićena od neutemeljenih ovrha vjerovnika društva za upravljanje obvezom depozitara da postavlja prigovore protiv izvršenja takvih rješenja o ovrsi (§ 89. st. 1. t. 3. KAGB). Vidi još Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 24 InvG Rbr. 5.

⁴⁴⁷ Čl. 91. st. 1. i 91. st. 2. ZOIFJP-a. Više o tome vidi u poglavlju 2.4.

Odvojenost zasebne imovine UCITS fonda u odnosu na imovinu depozitara uređena je čl. 218. st. 5. ZOIFJP-a. Navedena odredba glasi „*Imovina UCITS fonda iz članka 217. stavka 1. ovoga Zakona ne ulazi u imovinu, likvidacijsku ili stečajnu masu depozitara ili poddepozitara iz članka 226. ovoga Zakona, niti može biti predmetom ovrhe u vezi potraživanja prema depozitaru ili poddepozitaru iz članka 226. ovoga Zakona, kada je to primjenjivo.*“ Jedno od temeljnih načela *trusta* jest da vjerovnici skrbnika, tj. *trusteeja* ne mogu namirivati svoja potraživanja na imovini koju skrbnik, tj. *trustee* drži u *trustu*. U protivnom bi se vjerovnicima skrbnika dalo veća prava no što ih sam skrbnik (*trustee*) ima u odnosu na imovinu koju drži u *trustu*.⁴⁴⁸

Međutim, zakonodavac navedenom odredbom nije obuhvatio cjelokupnu zasebnu imovinu UCITS fonda. Članak 218. st. 5. ZOIFJP-a odnosi se na financijske instrumente koji su pohranjeni na skrbništvo kod depozitara⁴⁴⁹ i kategoriju, tzv. „ostale imovine“ UCITS fonda,⁴⁵⁰ ali ne i na kategoriju neplasiranih novčanih sredstava zasebne imovine UCITS fonda iz čl. 217. st. 3. ZOIFJP-a. To otvara mogućnost tumačenju da se vjerovnici depozitara,⁴⁵¹ mogu namiriti i na neplasiranim novčanim sredstvima UCITS fonda.⁴⁵²

ZOIFJP iz 2013. godine je u čl. 217. st. 1. t. 2. ZOIFJP-a određivao da je depozitar dužan držati novčana sredstva na „...*transakcijskim računima za poslovne namjene koji ne mogu biti predmetom ovrhe u vezi potraživanja prema depozitaru ili društvu za upravljanje*“.⁴⁵³ Smatramo da se to valjalo tumačiti kao zabranu pljenidbe novčanih tražbina koje pripadaju

⁴⁴⁸ Vidi Wulf, C., *The Trust and Corresponding Institutions in the Civil Law*, Bruxelles, 1965., str. 59.

⁴⁴⁹ Čl. 217. st. 1. t. 1. ZOIFJP.

⁴⁵⁰ Čl. 217. st. 1. t. 2. ZOIFJP.

⁴⁵¹ Suprotno vrijedi za društvo za upravljanje gdje je zakonodavac u čl. 90. st. 1. ZOIFJP-a izrijekom propisao da cijela zasebna imovina UCITS fonda ne ulazi u likvidacijsku ili stečajnu masu društva za upravljanje, te da ne može biti predmetom ovrhe radi namirivanja tražbina vjerovnika društva za upravljanje.

⁴⁵² Povezano s time, postavlja se pitanje i mogu li depozitar i poddepozitari raspolagati neplasiranim novčanim sredstvima UCITS fonda za svoj račun. Analizom čl. 218. st. 4. ZOIFJP-a dolazimo do pozitivnog odgovora. Navedeni članak određuje da depozitar i poddepozitari ne smiju za vlastiti račun koristiti imovinu UCITS fonda iz čl. 217. st. 1. t. 1. ZOIFJP-a, tj. samo financijske instrumente UCITS fonda koje su dužni držati u skrbništvu. Više u tome vidi u poglavlju 3.3.1.4.

⁴⁵³ Ističe se neprecizno izražavanje zakonodavca u citiranoj odredbi. Tako i Derenčinović Ruk, M., *Uloga depozitara UCITS fondova s osvrtom na slučaj Madoff*, *Pravo u gospodarstvu*, 1, 2014., str. 72. Naime, ovrha se provodi nad novčanim tražbinama koje pripadaju ovršeniku po računu, a ne na samom računu. Vidi više o tomu u Markovinović, H., Miladin, P., *Ovrha na novčanoj tražbini ovršenika po računu kod banke*, *Hrvatska pravna revija*, 1, 2007., str. 97; Dika, M., *Građansko ovršno pravo*, *Opće građansko ovršno pravo*, knjiga I., Zagreb, 2007., str. 529. Pri tomu postoje različiti računi koji se mogu otvoriti u kreditnim institucijama. Općenito o vrstama računama vidi Miladin, P., *Bankarski računi pravnih i fizičkih osoba*, *Pravo u gospodarstvu*, 44 (4), 2005. Kako čl. 217. st. 3. ZOIFJP-a navodi, neplasirana novčana sredstva imaju se držati na transakcijskim računima za poslovne namjene, a koji su po svojoj pravnoj naravi tekući računi. Vidi čl. 58. Zakona o platnom prometu (NN 133/09, 136/12).

UCITS fondu i koji se nalaze se na tim računima,⁴⁵⁴ a radi naplate tražbina koje imaju osobni vjerovnici depozitara i društva za upravljanje.⁴⁵⁵

Međutim, izmjenama ZOIFJP-a iz 2014. godine ispušteno je da neplasirana novčana sredstva UCITS fonda ne mogu biti predmetom ovrhe u vezi potraživanja prema društvu za upravljanje i depozitaru. Takvo rješenje smatramo nepovoljnim za ulagatelje, jer otvara prostor tumačenju da se vjerovnici depozitara ili društva za upravljanje ipak mogu namiriti ovrhom i na novčanim sredstvima UCITS fonda. *De lege ferenda*, smatramo da treba izrijekom usvojiti odredbu prema kojoj su novčana sredstva UCITS fonda izuzeta iz ovrhe za potraživanja prema društvu za upravljanje ili depozitaru.

U nedostatku iste, smatramo da pozivanje na primjenu propisa o zaštiti imovine klijenata kada se drže novčana sredstva UCITS fonda iz čl. 217. st. 3. t. 3. ZOIFJP-a, valja tumačiti kao adekvatnu primjenu čl. 42. st. 5. ZTK-a,⁴⁵⁶ prema kojemu novac i financijski instrumenti klijenata investicijskog društva ne mogu biti predmetom ovrhe za potraživanja prema investicijskom društvu. To bi značilo da je depozitar ili društvo za upravljanje, ovisno u čije se ime otvaraju računi na kojima se vode novčana sredstva UCITS fonda, dužan osigurati provedbu čl. 42. st. 5. ZTK-a, odnosno da novčana sredstva UCITS fonda ne mogu biti predmetom ovrhe za potraživanja prema depozitaru ili društvu za upravljanje.

Za razliku, novčane tražbine koje depozitar i društvo za upravljanje imaju prema zasebnoj imovini UCITS fonda,⁴⁵⁷ mogle bi biti predmetom ovrhe vjerovnika depozitara, odnosno vjerovnika društva za upravljanje. Naime, depozitar i društvo za upravljanje mogu slobodno raspolagati svojim dospjelim novčanim tražbinama u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda, što znači da te tražbine mogu biti predmet ovrhe radi namirenja potraživanja njihovih vjerovnika.

Također, upućuje se kritika izmjeni čl. 218. st. 5. ZOIFJP-a iz 2014. godine, prema kojoj se opisana odvojenost imovine UCITS fonda od imovine depozitara i poddepozitara provodi „...kada je to primjenjivo“. Smatramo da ovakvo rješenje neopravdano uvodi mogućnost

⁴⁵⁴ Prema Zakonu o provedbi ovrhe na novčanim sredstvima (NN 91/10, 112/12), ovrha se ne provodi na novčanim sredstvima, odnosno računima koji su izuzeti od ovrhe temeljem zakona.

⁴⁵⁵ Pri tome je ključno da su transakcijski računi na kojima se vode novčana sredstva UCITS fonda označeni kao izuzeti iz ovrhe i kao takvi prijavljeni u Jedinstvenom registru računa. Tako i Derenčinović Ruk, M., op. cit. u bilj. 453., str. 72. Jedinstveni registar računa reguliran je Pravilnikom o jedinstvenim registru računa (NN 156/13), a temelj za njegovo osnivanje nalazi se u Zakonu o provedbi ovrhe na novčanim sredstvima.

⁴⁵⁶ Navedeni članak točno glasi: „Novac i financijski instrumenti klijenta nisu vlasništvo investicijskog društva, ne ulaze u njegovu imovinu, ni u likvidacijsku ili stečajnu masu, niti mogu biti predmetom ovrhe u svezi potraživanja prema investicijskom društvu“.

⁴⁵⁷ Za depozitara je to naknada za obavljanje poslova depozitara iz čl. 225. st. 1. ZOIFJP-a, a za društvo za upravljanje je to naknada za upravljanje (čl. 244. st. 2. i čl. 244. st. 3. ZOIFJP) i naknada dopuštenih troškova prema čl. 245. st. 2. ZOIFJP-a.

tumačenja da postoje slučajevi u kojima bi zasebna imovina UCITS fonda, točnije financijski instrumenti koje depozitar drži u skrbništvu i tzv. ostala imovina, mogli ući u imovinu depozitara ili poddepozitara, te se *de lege ferenda* zalažemo za izostavljanje takvog rješenja.

Osim što integritet zasebne imovine fonda treba štititi u postupcima ovrhe koja se provodi nad depozitarom (i/ili društvom za upravljanje) jednako je bitno zaštititi zasebnu imovinu UCITS fonda u stečaju.⁴⁵⁸ Usprkos izostanku izričite odredbe kojom bi se neplasiрана novčana sredstva zasebne imovine UCITS fonda izuzelo od likvidacijske, odnosno stečajne mase depozitara, smatramo da bi se trebalo tumačiti da su ona ipak izuzeta. Prije svega, s obzirom na to da zasebna imovina UCITS fonda stvarnopravno pripada ulagateljima, što svakako obuhvaća i neplasiрана novčana sredstva UCITS fonda, ulagateljima treba priznati status izlučnih vjerovnika sukladno Stečajnom zakonu.⁴⁵⁹ To znači da bi u slučaju stečaja depozitara, u ime zasebne imovine UCITS fonda, odnosno ulagatelja UCITS fonda trebalo dopustiti postavljanje izlučnog zahtjeva glede neplasiраних novčaniх sredstava UCITS fondova kada su ta sredstva ušla u stečajnu masu depozitara.

Smatramo da je takvo rješenje poduprjeto i prirodom (povjereničkog) bankarskog računa.⁴⁶⁰ Naime, čl. 217. st. 3. ZOIFJP-a određuje da se novčana sredstva imaju držati na transakcijskim računima za poslovne namjene. Prema Odluci o načinu otvaranja transakcijskih računa koju je donio HNB,⁴⁶¹ oznaka poslovne namjene služi samo radi objašnjenja namjene računa i brojeva koji se ovisno o tomu daju tom računu.⁴⁶² Time se ne određuje pravna priroda takvog bankarskog računa.⁴⁶³ Zalažemo se za tumačenje da se radi o

⁴⁵⁸ O insolventnim aspektima glede investicijskih fondova, vidi Čulinović-Herc, E., Insolventnost i investicijski fondovi, u Barbić, J. (ur.) Hrvatsko insolventno pravo, Zagreb, 2014.

⁴⁵⁹ Prema čl. 79. st. 1. SZ-a, izlučni vjerovnik je osoba koja “na temelju kojega svoga stvarnoga ili osobnoga prava može dokazati da neki predmet ne spada u stečajnu masu...”.

⁴⁶⁰ Njemački zakonodavac nije izriječno usvojio odredbu kojom bi zasebnu imovinu UCITS fonda izuzeo od likvidacijske, odnosno stečajne mase depozitara. Međutim, njemački zakonodavac propisuje da se zasebna imovina UCITS fonda, a što uključuje i neplasiрана novčana sredstva UCITS fonda (§ 72. st. 1. i § 74. st. 1. KAGB), imaju držati na tzv. računu sa zaporkom (za financijske instrumente, tzv. *Sperrdepot* ili *gesperrtes Depot*, a za neplasiрана novčana sredstva *gesperrtes Konto*). Osnovna značajka računa sa zaporkom jest što imatelji tih računa imaju ograničeno pravo raspolaganja temeljem ugovora ili zakona. O računima sa zaporkom vidi više: Canaris, C. W., Bankvertragsrecht, 3. izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Berlin/New York, 1988., Rbr. 250 i dalje; Kümpel, S., Decker, E., Das Depotgeschäft, Köln, 2007., str. 140; Miladin, P., op. cit. u bilj. 453., str. 156 i dalje. Temeljem zakona, računi sa zaporkom na kojima se zasebna imovina UCITS fonda ima držati se u njemačkome pravu moraju se otvarati kao tzv. povjerenički računi (*Treuhanddepot*, odnosno *Treuhandkonto*). Vidi Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 24 InvG Rbr. 5. Označavanjem računa kao povjerenički račun, naznačuje se da imatelj računa na tako otvoreni račun pohranjuje tuđa, a ne vlastita sredstva. Posljedica otvaranja povjereničkog računa jest što povjerenik ima izlučno pravo u stečajnom postupku nad kreditnom institucijom, odnosno povjerenički računi ne ulaze u stečajnu masu kreditne institucije. Vidi Canaris, C. W., op. cit. u bilj. 460., Rbr. 281b; Miladin, P., op. cit. u bilj. 453., str. 154.

⁴⁶¹ NN 3/11, 35/11, 50/11, 89/11, 101/11, 135/11, 56/12, 18/13, 23/13 i 10/14.

⁴⁶² Čl. 7. st. 5. t. 2. Odluke o načinu otvaranja transakcijskih računa.

⁴⁶³ Tako i da označavanje računa za posebne namjene ili posebnog računa ne određuje vrstu bankarskog računa vidi Miladin, P., op. cit. u bilj. 453., str. 149.

tzv. povjereničkom računu, gdje povjerenik (društvo za upravljanje) otvara račun u svoje ime kod banke (depozitara), a za račun povjeritelja (UCITS fonda, tj. ulagatelja). Ovakvoj pravnoj konstrukciji odgovara rješenje iz čl. 217. st. 3. t. 1. ZOIFJP-a prema kojemu se neplasiрана novčana sredstva UCITS fonda imaju držati na računima otvorenim u ime društva za upravljanje ili depozitara, a za račun UCITS fonda,⁴⁶⁴ kao i pravna priroda odnosa unutar investicijskog trokuta.⁴⁶⁵ Pri tomu smatramo da se radi, o tzv. punopravnom povjerenstvu,⁴⁶⁶ gdje povjerenik, tj. društvo za upravljanje ima pravo raspolaganja tražbinama po računu, sve u skladu s ugovorom s povjeriteljem, odnosno u skladu s ugovorom o ulaganju sklopljenim sa svakim ulagateljem. Smatramo da bi određenje transakcijskog računa za poslovne namjene na kojima se drže neplasiрана novčana sredstva UCITS fonda povjereničkim računom trebalo tumačiti na način da su ta sredstva izuzeta od likvidacijske, odnosno stečajne mase depozitara.⁴⁶⁷

Ipak, kako ZOIFJP nigdje izrijekom ne određuje da neplasiрана novčana sredstva UCITS fonda ne ulaze u likvidacijsku, odnosno stečajnu masu depozitara, otvara se prostor tumačenju da neplasiрана novčana sredstva UCITS fonda čine dio likvidacijske, odnosno stečajne mase depozitara.⁴⁶⁸ Štoviše, prema trenutačnoj bankarskoj praksi u Republici Hrvatskoj proizlazi da novčana sredstva i financijski instrumenti koji se vode na računima pri kreditnim institucijama otvorenima u ime investicijskog društva, a za račun klijenata ipak ulaze u likvidacijsku/stečajnu masu kreditnih institucija.⁴⁶⁹ Takvo rješenje smatramo izuzetno

⁴⁶⁴ Također vidi čl. 12. st. 1. t. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁴⁶⁵ Upravo zbog ograničenja raspolaganja sredstvima povjerenika na računima sa zaporkom, a u skladu s odgovarajućim pravnim propisima ili ugovorom između povjerenika i povjeritelja, u njemačkome se pravu smatra da određenje da se zasebna imovina UCITS fonda drži na računima sa zaporkom (*Sperrkonto/Sperrdepot*) implicira kontrolu depozitara nad raspolaganjem tim sredstvima. Tako Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 56.

⁴⁶⁶ O razlici između punopravnog i ovlašćujućeg povjerenstva vidi Miladin, P., op. cit. u bilj. 453., str. 150.

⁴⁶⁷ Povjerenički računi ne ulaze u stečajnu masu kreditne institucije. Vidi Canaris, C. W., op. cit. u bilj. 460., Rbr. 281b; Miladin, P., op. cit. u bilj. 453., str. 154.

⁴⁶⁸ Tako i Derenčinović Ruk, M., op. cit. u bilj. 453., str. 72. Tada bi ulagatelji UCITS fonda u slučaju stečaja depozitara imali položaj stečajnog vjerovnika, bez mogućnosti da ostvaruju pravo na novčana sredstva UCITS fonda kao izlučni vjerovnici.

⁴⁶⁹ U hrvatskoj bankarskoj praksi razlikuju se stavovi o tome ulaze li novčana sredstva klijenata investicijskih društava (radi se o računima otvorenim u ime investicijskog društva, a za račun klijenata) u likvidacijsku, odnosno stečajnu masu kreditnih institucija kod kojih su otvoreni računi. HANFA je zauzela stav, s kojime se i mi slažemo, da valja tumačiti da su ta sredstva izuzeta od ovrhe, te da ne ulaze u likvidacijsku niti stečajnu masu investicijskog društva, kao ni kreditne institucije pri kojoj su otvoreni računi u ime investicijskog društva, a za račun klijenata. Vidi priopćenje HANFE <http://www.hanfa.hr/novosti/-439-priopcenje-u-svezi-credo-banke-dd-u-likvidacij.html> (28.07.2014.). Međutim, HNB razlikuje dvije situacije. Prema jednoj, ako kreditna institucija izravno pruža investicijske usluge, te u okviru toga vodi transakcijski račun za račun klijenta, tada sredstva klijenta ne ulaze u njenu imovinu, te stoga ne bi mogla biti niti predmetom ovrhe, kao ni dio likvidacijske, odnosno stečajne mase depozitara. Takvo rješenje temelji se na čl. 42. st. 5. ZTK-a, prema kojemu novac i financijski instrumenti klijenta ne ulaze u likvidacijsku/stečajnu masu investicijskog društva, niti mogu biti predmetnom ovrhe za potraživanja prema investicijskom društvu. Prema drugoj situaciji, ako kreditna institucija otvara transakcijski račun za račun klijenata investicijskog društva, tada neće biti izuzeta od likvidacijske/stečajne mase depozitara. No, u tom će slučaju potpasti pod režim osiguranja depozita prema

nepovoljnim za ulagatelje. *De lege ferenda* smatramo da bi valjalo priznati učinak povjereničkog računa u postupcima likvacije/stečaja kreditnih institucija gdje su ti računi otvoreni. Stoga je ključno da je ZOIFJP u čl. 218. st. 5. izrijeком odredio da financijski instrumenti i ostala imovina UCITS fonda ne ulazi u likvidacijsku/stečajnu masu depozitara. Međutim, novčana sredstva UCITS fonda i dalje ostaju izvan tog režima.

Raniji ZIF 05 je u čl. 51. st. 4. određivao: „*Imovina fondova kod depozitne banke ne ulazi u imovinu depozitne banke niti likvidacijsku ili stečajnu masu niti se može upotrijebiti za ovrhu u pogledu potraživanja prema skrbniku.*“ Kako je prema tom propisu nedvosmisleno bilo potvrđeno da se zasebna imovina UCITS fonda, uključujući i novčana sredstva, ne smatra dijelom likvidacijske ili stečajne mase depozitara, kao i da je nedopušteno nad njome provoditi ovrhu, smatramo korisnim to ponoviti u idućoj noveli ZOIFJP-a.

ZOIFJP nije izrijeком odredio tko bi za račun ulagatelja imao procesnu legitimaciju za postavljanje izlučnih zahtjeva zasebne imovine UCITS fonda u slučaju stečaja depozitara i društva za upravljanje. S obzirom na to da se ne može unaprijed predvidjeti nad kime će biti otvoren stečajni postupak (nad društvom za upravljanje ili nad depozitarom), smatramo da bi pravo na postavljanje zahtjeva za izlučenje trebalo omogućiti onome nad kime nije otvoren stečajni postupak.

Ako je stečaj otvoren nad depozitarom, moglo bi se argumentirati da društvo za upravljanje ima procesnu legitimaciju za podnošenje zahtjeva za izlučenjem imovine koja pripada UCITS fondu temeljem čl. 87. st. 1. ZOIFJP-a, prema kojemu društvo za upravljanje ostvaruje sva prava koja proizlaze iz zasebne imovine UCITS fonda u svoje ime, a za zajednički račun svih ulagatelja. Ipak, radi sprječavanja suprotnih tumačenja zalažemo se za *de lege ferenda* izričito uvođenje rješenja kojim bi se društvu za upravljanje dalo ovlaštenje za postavljanje izlučnih zahtjeva u odnosu na imovinu UCITS fonda u slučaju stečaja depozitara.

Ako je pak stečaj otvoren nad društvom za upravljanje, smatramo da bi *de lege ferenda* tu ovlast valjalo dati depozitaru. Trenutačna rješenja ZOIFJP-a ne daju osnove za zaključak da bi depozitar bio ovlašten postavljati zahtjeve u stečajnom postupku za račun UCITS fonda, odnosno ulagatelja UCITS fonda.

2.4.3.1. Zaštita zasebne imovine UCITS fonda od neutemeljenih ovršnih zahtjeva

Zakonu o osiguranju depozita, NN 177/04, 119/08, 153/09, 80/13 (dalje u tekstu: ZOD). Vidi priopćenje HNB-a, Primjena podzakonskih akata Hrvatske narodne banke u odnosu na zaštitu novčanih sredstava klijenata prema odredbi članka 42. stavka 5. Zakona o tržištu kapitala i odredbi članka 3a stavka 3. Zakona o osiguranju depozita, http://www.hanfa.hr/getfile/12151/trece_uz_priopc_12122011.pdf (28. srpnja 2014.).

Zasebna imovina UCITS fonda nije dio imovine ni društva za upravljanje niti depozitara te ne može biti predmetom ovrhe vjerovnika depozitara i društva za upravljanje. No ako vjerovnici depozitara ili društva za upravljanje za namirenje svojih tražbina označe kao predmet ovrhe imovinu koja pripada ulagateljima UCITS fonda, tj. koja tvori zasebnu imovinu UCITS fonda, otvara se pitanje tko ju je u tom slučaju ovlašten zaštititi.

Pokrene li vjerovnik depozitara ili društva za upravljanje ovrhu na predmetima koji pripadaju UCITS fondu, odnosno ulagateljima UCITS fonda (stvari, prava i tražbine koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini UCITS fonda), smatramo da bi depozitar ili društvo za upravljanje, ovisno o tome tko je označen kao ovršenik,⁴⁷⁰ trebao protiv rješenja o ovrsi uložiti žalbu, temeljem čl. 50. st. 1. t. 6. Ovršnog zakona (dalje u tekstu: OZ),⁴⁷¹ odnosno prigovor (čl. 50. st. 1. t. 6. OZ u svezi s čl. 57. st. 2. OZ) i to jer je ovrha određena na predmetu koji je izuzet iz ovrhe.⁴⁷² Drugim riječima ako bi se vjerovnici depozitara ili društva za upravljanje pokušali ovršiti na zasebnoj imovini fonda, društvo za upravljanje ili depozitar, ovisno o tome tko je određen kao ovršenik trebali bi tu ovrhu otkloniti isticanjem razloga izuzimanja predmeta od ovrhe.

No ako bi oni to propustili učiniti, postavlja se pitanje tko bi bio ovlašten ulagati pravne lijekove protiv rješenja o ovrsi koja bi trebala zahvatiti zasebnu imovinu UCITS fonda. Čl. 100. st. 2. ZOIFJP-a izrijeком propisuje da ako je pokrenut ovršni postupak nad zasebnom imovinom UCITS fonda za tražbine za koja UCITS fond ne odgovara i ne jamči, društvo za upravljanje je ovlašteno i dužno u „svoje ime podnijeti pravni lijek. U tom slučaju ulagatelji nemaju mogućnost podnošenja takvog pravnog lijeka“. Budući da su depozitar i društvo za upravljanje temeljem OZ-a ovlašteni kao ovršenici ulagati žalbu/prigovor na rješenje o ovrsi kojom je neutemeljeno zahvaćena zasebna imovina UCITS fonda, smatramo da čl. 100. st. 2. ZOIFJP-a valja tumačiti kao pravo društva za upravljanje da postavlja i tzv. izlučni prigovor treće osobe.⁴⁷³ Zamislivo je da, primjerice vjerovnici depozitara uprave ovrhu prema zasebnoj

⁴⁷⁰ Zasebna imovina UCITS fonda vodi se na ime depozitara ili društva za upravljanje, s obzirom na to da UCITS fond nema pravnu osobnost. O načinu pohrane zasebne imovine UCITS fonda više je rečeno u poglavlju 3.3.1.

⁴⁷¹ NN 112/12, 93/14.

⁴⁷² Pravni lijekovi razlikuju se ovisno o tomu temelji li se rješenje o ovrsi na ovršnoj ili na vjerodostojnoj ispravi. Prigovor se podnosi protiv nepravomoćnog rješenja o ovrsi na temelju vjerodostojne isprave (čl. 11. st. 2. OZ), dok se žalba podnosi protiv nepravomoćnog rješenja o ovrsi na temelju ovršne isprave (čl. 11. st. 1. OZ). Ostali pravni lijekovi protiv rješenja o ovrsi su revizija, ponavljanje postupka i povrat u prijašnje stanje. O pravnim lijekovima protiv rješenja o ovrsi vidi općenito: Dika, M., op. cit. u bilj. 453., str. 312 i dalje. Ističe se osnova za žalbu ovršenika protiv rješenja o ovrsi na temelju ovršne isprave gdje se ovršenik temeljem čl. 50. st. 1. t. 6. OZ-a može žaliti da je ovrha određena na predmetu koji je izuzet od ovrhe, odnosno na kojemu je mogućnost ovrhe ograničena. Međutim, žalba protiv rješenja o ovrsi ne odgađa izvršenje rješenja o ovrsi (čl. 11. st. 4. OZ).

⁴⁷³ Radi se o tzv. prigovoru treće osobe iz čl. 59. st. 1. OZ-a, prema kojemu osoba koja tvrdi da u pogledu predmeta ovrhe ima takvo pravo koje sprječava ovrhu, može podnijeti prigovor protiv ovrhe tražeći da se ovrha

imovini UCITS fonda (obzirom na to da računi na kojima se vodi zasebna imovina UCITS fonda mogu glasiti i na skrbnika, odnosno depozitara).⁴⁷⁴ Ako depozitar ne bi u žalbi/prigovoru na rješenje o ovrsi istaknuo prigovor da je ta imovina izuzeta iz ovrhe, društvo za upravljanje je ovlašteno i dužno istaknuti taj prigovor kao treća osoba, s obzirom na to da društvo za upravljanje nije označeno kao ovršenik. No kao logično se nameće pitanje bi li isti takav izlučni prigovor mogao istaknuti depozitar, ako je ovršenik društvo za upravljanje, a ovrha bi se trebala provesti na zasebnoj imovini UCITS fonda koja se drži na računima koji glase na društvo za upravljanje.⁴⁷⁵ Zakonska dikcija ne ostavlja prostora za takvo tumačenje.

Analizom čl. 100. st. 2. ZOIFJP-a, postavljaju se iduća pitanja. Prvo, zbog čega je zakonodavac to pravo i obvezu dao samo društvu za upravljanje, a ne i depozitaru. Drugo, imaju li ulagatelji UCITS fonda pravo na samostalno podnošenje pravnih lijekova i izlučnih prigovora da se ovrha proglasi nedopuštenom nad zasebnom imovinom UCITS fonda ili je to njihovo pravo kondicionirano.

Razmatrajući prvo pitanje, polazište u analizi jest uloga društva za upravljanje i depozitara u investicijskom trokutu. Ako se pođe od toga da je depozitar u investicijski trokut uključen primarno kako bi se dodatno zaštitili interesi ulagatelja, pa je to ujedno i razlog zbog čega se zasebna imovina fonda drži kod njega u pohrani, smatramo da nije prihvatljivo rješenje hrvatskoga zakonodavca prema kojem je depozitar u procesnopravnom smislu u potpunosti lišen mogućnosti da ističe izlučne prigovore, a u slučaju neutemeljenih ovršnih zahtjeva u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda, ako bi društvo za upravljanje kao ovršenik to propustilo napraviti.

U njemačkom i austrijskom pravu izrijeком je određeno da depozitar, a ne društvo za upravljanje ima pravo i obvezu postavljanja prigovora da se ovrha proglasi nedopuštenom kada je predmetom ovrhe obuhvaćena i imovina UCITS fonda.⁴⁷⁶ Smatra se da depozitareva

na tom predmetu proglasi nedopuštenom. Taj se prigovor može podnijeti do završetka ovršnog postupka (čl. 59. st. 2. OZ). O izlučnim pravima trećih osoba u ovršnom postupku vidi općenito: Dika, M., op. cit. u bilj. 453., str. 375 i dalje. Također vidi Mihelčić, G., Nova izlučna zaštita u ovršnom postupku i stara pitanja, *Pravo i porezi*, 12, 2012.

⁴⁷⁴ Financijski instrumenti UCITS fonda koje je depozitar dužan držati u skrbništvu trebaju se voditi izravno ili neizravno u ime depozitara. Vidi čl. 14. st. 1. t. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁴⁷⁵ Novčana sredstva voditi treba na računima koji su otvoreni u ime društva za upravljanje, a za račun UCITS fonda. Vidi čl. 217. st. 2. ZOIFJP-a.

⁴⁷⁶ Tako za njemačko pravo § 89. st. 1. t. 3. KAGB; za austrijsko pravo § 40. st. 4. InvFG. Slovenski zakonodavac izrijeком je odredio da se ovrha ne može provesti nad zasebnom imovinom UCITS fonda. Vidi čl. 199 ZISDU-2, koji glasi: „*Na premoženje investicijskega sklada ni dovoljena izvršba.*“ Općenito o ovrsi nad nematerijaliziranim vrijednosnim papirima za slovensko pravo vidi Rijavec, V., Vrijednosni papiri u ovrsi, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, 63 (3-4), 2013., str. 748 i dalje. Također, prema slovenskom pravu, depozitar i društvo za upravljanje ovlašteni su zastupati fond u svim sudskim postupcima i postupcima pred drugim državnim tijelima koji se odnose na zasebnu imovinu UCITS fonda (čl. 179. st. 2. ZISDU-2).

obveza podnošenja prigovora da se ovrha proglasi nedopuštenom nad zasebnom imovinom UCITS pripada njegovoj osnovnoj zadaći da štiti interese ulagatelja UCITS fonda.⁴⁷⁷

De lege ferenda, smatramo da bi se depozitaru trebalo dati izričitu procesnopravnu legitimaciju za poduzimanje radnji kojima štiti zasebnu imovinu UCITS fonda od provedbe ovrhe nad tom imovinom za obveze za koja ona ne odgovara i ne jamči.⁴⁷⁸

Drugo se pitanje otvara zbog dikcije čl. 100. st. 2. ZOIFJP-a, koji glasi: „*U tom slučaju ulagatelji nemaju mogućnost podnošenja takvog pravnog lijeka*“.⁴⁷⁹ Proizlazi da ulagatelji imaju pravo podnošenja pravnih lijekova, ali pod uvjetom da društvo za upravljanje *nije* u svoje ime, a za zajednički račun ulagatelja uložilo pravni lijek protiv neutemeljene ovrhe nad zasebnom imovinom UCITS fonda. Dakle, radi se o supsidijarnom pravu ulagatelja za podnošenje pravnih lijekova protiv neutemeljene ovrhe nad zasebnom imovinom UCITS fonda, i to temeljem izlučnog prigovora treće osobe (ulagatelja) iz čl. 59. OZ-a, koja tvrdi da na predmetu ovrhe ima takvo pravo koje sprječava provedbu ovrhe, što bi ulagatelji morali dokazati.⁴⁸⁰

Međutim, takvo rješenje otvara brojna pitanja. ZOIFJP ne daje naznake tko od ulagatelja i u čije ime može postavljati pravne lijekove u ovrši. Ne određuje se pripada li to pravo pojedinačnom ulagatelju ili svim ulagateljima UCITS fonda, te čini li se to za svoj račun ili za račun svih ulagatelja. Doktrina građanskog procesnog prava zalaže se za to da se izbjegava

⁴⁷⁷ Tako za njemačko pravo Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 88.

⁴⁷⁸ Tako i Čulinović-Herc, E., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 24., str. 129; tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 386.

⁴⁷⁹ U njemačkom pravu izrijekom je propisano da ulagatelji nemaju pravo podnošenja prigovora protiv neutemeljene ovrhe nad zasebnom imovinom UCITS fonda (§ 89. st. 1. t. 3. KAGB). To je pravo isključivo dano depozitaru UCITS fonda. Pravo ulagatelja da postave izlučni prigovor (*Veräußerungshinderndes Recht*) proizlazi iz njihovog suvlasništva nad imovinom fonda, a depozitaru je temeljem zakona dana isključiva procesnopravna legitimacija (*gesetzlichen Prozeßstandschaft*) da postavi taj zahtjev. Vidi: Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2473; Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 12c KAGG Rbr. 8; Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 14. Suprotno od toga, u austrijskome pravu, iako je procesna legitimacija za podnošenje izlučnih prigovora u ovršnim postupcima također izrijekom dana depozitaru, nema izričite zabrane ulagateljima da postavljaju izlučne prigovore. U § 40. st. 4. InvFG-a predviđeno je samo da je depozitar ovlašten i dužan postavljati izlučni prigovor u slučajevima neutemeljene ovrhe nad zasebnom imovinom UCITS fonda, pri čemu nije propisano da se radi o isključivom pravu depozitara. To se tumači da su ulagatelji zadržali svoje pravo na postavljanje izlučnih prigovora u ovršnim postupcima nad zasebnom imovinom UCITS fonda, te da na taj način mogu i dalje čuvati svoja prava nad tom imovinom. Međutim, nema analize kako bi se prigovor postavljao, te je li prigovor supsidijaran u odnosu na obvezu depozitara da ga postavlja u svoje ime. Također, nije razrađeno može li ovaj prigovor postavljati pojedinačni ulagatelj za svoj račun ili za račun svih ulagatelja, odnosno zasebne imovine UCITS fonda ili se ovaj prigovor treba postaviti zajednički, tj. svi ulagatelji, a za račun zasebne imovine UCITS fonda. Tako Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/150.

⁴⁸⁰ Čl. 59. st. 1. OZ. Vidi općenito Mihelčić, G., op. cit. u bilj. 473., str. 4. Izlučni prigovor treće osobe može podnijeti samo osoba koja se razlikuje od ovršenika. Kada su kao ovršenici označeni depozitar ili društvo za upravljanje, ulagatelji UCITS fonda bi se u odnosu na njih pojavljivali kao treće osobe koje tvrde da imaju pravo koje sprječava ovrhu.

nužno suparničarstvo na aktivnoj strani,⁴⁸¹ jer to otežava ostvarenje procesnopravne zaštite, za kojom tim više postoji potreba s obzirom na to da je u ovom slučaju riječ o ovrsi, koja zahtijeva hitno postupanje. S druge strane, ako bi mogućnost isticanja izlučnog prigovora pripala i pojedinom imatelju udjela UCITS fonda, postojala bi mogućnost da akcije ulagatelja budu nekoordinirane i po sadržaju različite. Iz svega iznesenog proizlazi da bi *de lege ferenda*, zakonodavac trebao izrijeком urediti ova procesnopravna pitanja. Ovlaštenje ulagatelja da podnose pravne lijekove akoaju da to nije učinilo društvo za upravljanje, otvara toliko pitanja u primjeni da postoji opasnost da to pravo ostane mrtvo slovo na papiru. S obzirom na iznesene zapreke, smatramo da je u interesu ulagatelja *de lege ferenda* odrediti da bi depozitar (kao stručnjak čiji je primarni zadatak skrbiti o zasebnoj imovini fonda) trebao biti izrijeком ovlašten i dužan ulagati pravne lijekove protiv neutemeljene ovrhe, ako društvo za upravljanje kao ovršenik to propusti učiniti. U tom slučaju ne bi postojala opasnost poduzimanja nekoordiniranih procesnih radnji ulagatelja.

2.5. Značajke udjela UCITS fonda kao nematerijaliziranog financijskog instrumenta

ZOIFJP definira udjel UCITS fondova kao slobodno prenosiv nematerijaliziran financijski instrument.⁴⁸² Društvo za upravljanje ne smije izdavati niti jednu drugu vrstu financijskih instrumenata koji bi imateljima davali pravo prema zasebnoj imovini UCITS fonda.⁴⁸³ S obzirom na to da je udjel UCITS fonda svrstan pod viši rodni pojam nematerijaliziranog financijskog instrumenta, kojim je obuhvaćen, ali s kojim nije istoznačan pojam nematerijaliziranog vrijednosnog papira, potrebno je analizirati u kojem su odnosu navedeni pojmovi.

Pojam financijskog instrumenta relativno je noviji pojam koji je preuzet iz EU zakonodavstva. Što je obuhvaćeno tim pojmom određeno je u čl. 4. st. 1. t. 20. Uredbe 575/2013⁴⁸⁴ i u odjeljku C Priloga I. MiFID I Direktive 2004/39/EZ.⁴⁸⁵ Potonje rješenje je u hrvatsko pravo preuzeto ZTK-om, gdje se u čl. 3. st. 1. t. 2. ZTK-a određuje da se u financijske instrumente ubrajaju: prenosivi vrijednosni papiri, instrumenti tržišta novca,

⁴⁸¹ Triva, S., Dika, M., Građansko parnično procesno pravo, Zagreb, 2004., str. 445.

⁴⁸² Čl. 93. st. 1. ZOIFJP.

⁴⁸³ Čl. 238. st. 1. ZOIFJP.

⁴⁸⁴ Uredba (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012, SL L 176, 27.6.2013., str. 1–337.

⁴⁸⁵ 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, 30.4.2004., str. 1–44.

jedinice u subjektima za zajednička ulaganja, te izvedenice kao što su opcije (*options*), budućnosnice (*futures*), zamjene (*swaps*), kamatni unaprijedni ugovori (*forward rate agreements*) i drugi izvedeni financijski instrumenti⁴⁸⁶ koje nabraja ZTK.⁴⁸⁷ Ista je podjela financijskih instrumenata zadržana i u tzv. MiFID II. Direktivi 2014/65/EZ, koja je stupila na snagu krajem lipnja 2014. godine.⁴⁸⁸

Međutim, definicije financijskih instrumenata i prenosivih vrijednosnih papira nisu ujednačene na razini EU.⁴⁸⁹ Glavnim razlozima takvog stanja navode se različiti ciljevi i polje primjene pojedinih direktiva koje uređuje segmente tržišta kapitala. Iako takvo stanje nije zadovoljavajuće, smatra se da bi ujednačavanje ovih pojmova na razini EU-a dovelo do neželjenih rezultata, jer bi se time neopravdano proširilo opseg primjene pojedinih direktiva.⁴⁹⁰ Definicijom financijskih instrumenata iz MiFID Direktive 2004/39/EZ, koja je svakako najutjecajnija, željelo se obuhvatiti sve instrumente i ugovore financijske prirode kojima se trguje na uređenom tržištu. S obzirom na razvoj koncepta financijskih instrumenata, prenosivi vrijednosni papiri (*transferable securities*) postali su tako samo jedna od podkategorija financijskih instrumenata,⁴⁹¹ iako su prethodno bili svojevrsna preteča pojma financijskih instrumenata.

Udjeli UCITS fondova ubrajaju se u kategoriju „jedinica u subjektima za zajednička ulaganja“,⁴⁹² s obzirom na to da su UCITS fondovi oblici kolektivnog ulaganja na tržištu kapitala. No, prijašnji ZIF 05 izrijekom je udjele u otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom kategorizirao kao “*vrijednosne papire, slobodno prenosive bez ikakvog*

⁴⁸⁶ O izvedenicama vidi pregledno u: Chisholm, A. M., *Derivatives demystified, A step-by-step guide to Forwards, Futures, Swaps and Options*, Chichester, 2010., str. 2 i dalje. Također vidi: Parameswaran, S., *Fundamentals of Financial Instruments, An Introduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange, and Derivatives*, Singapur, 2011., str. 16 i dalje; Choudhry, M., Jonnas, D., Landuyt, G., Pereira, R., Pienaar, R., *Capital Market Instruments, Analysis and Valuation*, New York, 2010., str. 7 i dalje; Lehmann, M., *Finanzinstrumente, Vom Wertpapier- und Sachenrecht zum Recht der unkörperlichen Vermögensgegenstände*, Tübingen, 2009., str. 91 i dalje; Rechtschaffen, A., *Capital Markets, Derivatives and the Law*, Oxford, 2009., str. 159 i dalje.

⁴⁸⁷ Pored navedenoga, Zakon o kreditnim institucijama (NN 159/13) (dalje u tekstu: ZKI) se u čl. 3. st. 11. poziva na primjenu čl. 4. st. 1. t. 20. Uredbe 575/2013 za određenje pojma financijskog instrumenta. Čl. 4. st. 1. t. 20. Uredbe 575/2013 sadrži širu listu što se ima smatrati financijskim instrumentima pored onih financijskih instrumenata kako su određeni u odjeljku C Priloga I. MiFID Direktive 2004/39/EZ-a. To su: ugovor iz kojeg proizlazi financijska imovina za jednu ugovornu stranu i financijska obveza ili vlasnički instrument za drugu ugovornu stranu; izvedeni (*derivative*) financijski instrument; osnovni (*primary*) financijski instrument, te gotovinski instrument (*cash instruments*).

⁴⁸⁸ Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, SL L 173, 12.06.2014, str. 349–496. Također, UCITS V Direktiva se za određenje financijskih instrumenata izravno poziva na financijske instrumente kako su određeni u odjeljku C Priloga I. MiFID II Direktive 2014/65/EZ.

⁴⁸⁹ Vidi European Securities Markets Expert Group (ESME), *Financial Instruments: Impact of definitions on the perimeter of FSAP Directives*, 05. svibnja 2008., (dalje u tekstu: *Financial Instruments: Impact of definitions*), http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/fin-instruments-050308_en.pdf, 8.7.2014., str. 3.

⁴⁹⁰ Tako *Financial Instruments: Impact of definitions*, op. cit. u bilj. 489., str. 8.

⁴⁹¹ Tako *Financial Instruments: Impact of definitions*, op. cit. u bilj. 489., str. 4.

⁴⁹² Zakonodavac je vrlo nespretno preveo izraz „unit“ kao jedinica, iako bi primjereniji prijevod bio udjel.

ograničenja“.⁴⁹³ Napuštanjem određenja udjela UCITS fonda kao vrijednosnih papira, izrijekom se izdvajaju jedinice u subjektima za zajednička ulaganja kao zasebna kategorija financijskih instrumenata. Ispitati će se sličnosti i razlike između udjela UCITS fonda, kao jedinica u subjektima za zajednička ulaganja, i prenosivih vrijednosnih papira.

Kao prvo, osnovne značajke vrijednosnih papira prema ZOO-u su da se tom ispravom, koju može zamijeniti i elektronički oblik, njezin izdavalatelj obvezuje ispuniti zakonitom imatelju obvezu upisanu u toj ispravi.⁴⁹⁴ Na to se nadovezuje određenje da je tražbina iz vrijednosnog papira vezana uz sam papir, te da pripada njegovom zakonitom imatelju.⁴⁹⁵ U usporedbi s udjelima UCITS fonda, čl. 93. st. 2. ZOIFJP-a također određuje da udjeli UCITS fonda daju njihovim imateljima određena prava, što znači da za ulagatelje proizlaze određena prava na temelju toga što su zakoniti imatelji udjela UCITS fonda. Da su prava ulagatelja vezana uz sam udjel UCITS fonda potvrđuje i čl. 104. st. 1. ZOIFJP-a koji propisuje da se prava iz udjela stječu istovremeno sa stjecanjem samog udjela UCITS fonda, a to je trenutak upisa u registar udjela UCITS fonda. Također, založno i druga prava na udjelu UCITS fonda stječu se tek upisom u registar udjela (načelo konstitutivnosti upisa).⁴⁹⁶

Pri tomu ZOIFJP ne propisuje taksativno koja sve prava proizlaze iz udjela UCITS fonda za njegova imatelja, jer dopušta da se prospektom predvidi postojanje različitih klasa udjela

⁴⁹³ Ono što ZIF 05 nije izričito predvidio jest radi li se o materijaliziranom ili o nematerijaliziranom financijskom instrumentu, što je izazvalo određene rasprave, te stoga treba pozdraviti ovakvo rješenje ZOIFJP-a. Za razliku od hrvatskoga rješenja, udjeli (*Anteilscheine*) su u njemačkome pravu materijalizirani vrijednosni papiri (§ 95. st. 1. KAGB), gdje je depozitar obavezan izdavati isprave, tj. udjele, a može glasiti na donositelja ili na ime. Ovakvo se rješenje kritizira jer nije u skladu s općom tendencijom dematerijalizacije vrijednosnih papira, te otežava trgovanje udjelima na sekundarnim tržištima kapitala. Pored *Anteilscheine*, društvo za upravljanje može u prospektu predvidjeti da će se za udjele otvorenih investicijskih fondova umjesto *Anteilscheine* izdati, tzv. *Globalurkunde* (§ 165. st. 2. t. 25. KAGB) čime bi se u jednoj ispravi ukoričilo prava svih ulagatelja prema zasebnoj imovini fonda. Izdavanje *Globalurkunde* umjesto *Anteilscheine* često je u praksi njemačkih društava za upravljanje. Vidi više o tomu u: Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 135; Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 35 InvG Rbr. 4. *Globalurkunde* je po svojoj pravnoj prirodi vrijednosni papir, ali se njime ne može trgovati na burzi. Da bi bio valjan, dovoljno je da ga se isprinta na običnom A4 papiru, uz postojanje tek određenih informacija, te uz potpis članova uprave izdavalatelja takvog papira. Vidi: Lehmann, M., op. cit. u bilj. 486., str. 29. Općenito o karakteristikama stvarnopravnih, korporativnopravnih i obveznopravnih vrijednosnih papira vidi u Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 613-614; Rastovčan, P., Luger-Katušić, R., Vrijednosni papiri, Mjenica i ček, Zagreb, 1985. *Prima facie*, zaključilo bi se da su udjeli investicijskih fondova najbliži određenju korporacijskih vrijednosnih papira. Međutim, to nije točno već pri analizi opće definicije tih vrijednosnih papira. Korporacijski vrijednosni papiri prema Vedriš/Klariću sadrže „[...] pravo neke osobe na članstvo, upravljanje i sudjelovanje u dobiti u nekoj pravnoj osobi, korporaciji.“ Ulagatelji nisu članovi, niti imaju članska prava. Oni su naime vlasnici imovine, odnosno suimatelji zajedničkog vlasništva nad zasebnom imovinom fonda.

⁴⁹⁴ Čl. 1135. st. 1. ZOO.

⁴⁹⁵ Čl. 1140. st. 1. ZOO.

⁴⁹⁶ Čl. 104. st. 1. ZOIFJP-a kojim se općenito predviđa da se udjeli i sva prava iz udjela kao nematerijaliziranog financijskog instrumenta stječu tek upisom u registar udjela. Tako i Miladin, P., Markovinović, H., op. cit. u bilj. 437., str. 139.

koji svojim imateljima daju različita prava.⁴⁹⁷ Prava koja ZOIFJP predviđa da iz udjela uvijek proizlaze za njegova imatelja, te koja je društvo za upravljanje dužno izrijeком navesti u prospektu UCITS fonda su: pravo na obavještenost putem godišnjih i polugodišnjih izvještaja, pravo na udio u dobiti, pravo na otkup udjela fonda, pravo na isplatu dijela ostatka likvidacijske mase fonda.⁴⁹⁸ Postoji i pravo na zamjenu udjela, ako je riječ o UCITS fondovima kojima upravlja isto društvo za upravljanje, pri čemu društvo za upravljanje ne smije ulagateljima naplatiti ulazno izlaznu naknadu.⁴⁹⁹ Uz to, društvo za upravljanje je dužno u prospektu naznačiti pravnu prirodu prava iz udjela, koja mogu biti stvarnopravna, obveznopravna, osobna i drugo,⁵⁰⁰ kao i naznaku mogućih klasa udjela ako takve postoje.⁵⁰¹ Međutim, unatoč navedenim podacima koji imateljima udjela moraju biti dostupni iz prospekta UCITS fonda, smatramo da bi *de lege ferenda* trebalo izrijeком propisati koja točno prava proizlaze iz udjela UCITS fonda.

Kao drugo, da bi se određena isprava ili elektronički zapis mogao smatrati vrijednosnim papirom, potrebno je da sadrži zakonom predviđene bitne sastojke kako su propisani u čl. 1136. st. 1. ZOO-a. Posebnim se zakonom mogu odrediti i drugi sastojci koji će se smatrati bitnim, tj. potrebnim da bi određena isprava imala svojstvo vrijednosnog papira.⁵⁰² U usporedbi s udjelima UCITS fonda, valja napomenuti da ZOIFJP nije predvidio bitne sastojke udjela UCITS fonda. Pravilnik o udjelima UCITS fonda tek djelomično određuje koji podaci o udjelu UCITS fonda moraju biti upisani u registar udjela,⁵⁰³ što se ne može kvalificirati kao određenje bitnih sastojaka udjela UCITS fonda. *De lege ferenda*, smatramo da bi hrvatski zakonodavac izrijeком trebao predvidjeti bitne sastojke udjela UCITS fonda.⁵⁰⁴

Kao treće, prava iz vrijednosnih papira se mogu prenositi.⁵⁰⁵ Analizirat će se može li se udjel UCITS fonda prenositi na treće osobe, kao i način njihova prijenosa. Članak 93. st. 1.

⁴⁹⁷ Čl. 93. st. 2. ZOIFJP.

⁴⁹⁸ Čl. 183.a t.8.c ZOIFJP.

⁴⁹⁹ Vidi čl. 167. ZOIFJP-a.

⁵⁰⁰ Čl. 183.a t. 8.a ZOIFJP.

⁵⁰¹ Čl. 183.a t.8.b ZOIFJP.

⁵⁰² Čl. 1136. st. 2. ZOO.

⁵⁰³ Tako se u čl. 12. Pravilnika predviđa koji podatci moraju biti zabilježeni u registru udjela UCITS fonda radi identifikacije zakonitog imatelja udjela, a u čl. 13. st. 1. istoga Pravilnika navodi se da je društvo za upravljanje obvezno za svakog imatelja udjela zabilježiti i određene podatke vezano uz stjecanje udjela UCITS fonda. Radi se o sljedećim podacima: datum i vrijeme zaprimanja zahtjeva za izdavanje ili otkup udjela, datum izvršenja zahtjeva, vrstu zahtjeva (izdavanje ili otkup), broj izdanih ili otkupljenih udjela, cijena udjela po kojoj se izvršio zahtjev za izdavanje ili otkup udjela, datum cijene udjela, ukupan iznos zahtjeva, u koji je u slučaju zahtjeva za izdavanje udjela uključena ulazna naknada ili u slučaju zahtjeva za otkup udjela po odbitku izlazne naknade, ukupan iznos naknada naplaćenih pri izdavanju ili otkupu udjela, iznos konverzije, ako su udjeli denominirani valuti različitoj od valute uplate, stanje udjela nakon svakog izdavanja ili otkupa udjela.

⁵⁰⁴ Primjer slovenskoga zakonodavstva gdje su u čl. 235. ZISDU-2 izričito propisani bitni sastojci udjela UCITS fonda, tj. *investicijskoga kupona* može biti uzor *de lege ferenda* i za hrvatskoga zakonodavca.

⁵⁰⁵ Vidi čl. 1142. ZOO-a i dalje.

ZOIFJP-a izrijeком određuje udjele UCITS fondova kao slobodno prenosive nematerijalizirane financijske instrumente, što se potvrđuje i u čl. 105. st. 1. ZOIFJP-a koji predviđa da imatelj udjela UCITS fonda ima pravo raspolagati svojim udjelima, što uključuje njihovo prenošenje na treću osobu, pravo zasnivanja tereta na njima kao što je založno pravo te ih može fiducijarno prenositi. Dakle, neupitno je da se udjeli UCITS fonda mogu prenositi na treće osobe.

Udjel UCITS fonda može glasiti samo na ime.⁵⁰⁶ Pri tome ZOIFJP izričito dopušta da, osim na ulagatelja, udjel može glasiti i na investicijsko društvo, društvo za upravljanje koje pruža uslugu upravljanja individualnim portfeljem ili kreditnu instituciju koja pruža usluge pohrane vrijednosnih papira ili skrbništva ili s time povezanim uslugama, pri čemu iz registra mora biti vidljivo da se udjel drži za račun treće osobe.⁵⁰⁷ Udjel UCITS fonda ne može se prenositi indosamentom niti predajom.⁵⁰⁸ Udjeli se vode u elektroničkom obliku, a mogu se voditi u središnjem registru nematerijaliziranih vrijednosnih papira kojeg vodi Središnje klirinško depozitarno društvo,⁵⁰⁹ u registru udjela koje vodi društvo za upravljanje ili u registru udjela kojeg vodi osoba na koju je društvo za upravljanje delegiralo ovlast vođenja registra udjela.⁵¹⁰

⁵⁰⁶ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 365. Za razliku od toga, njemački zakonodavac predviđa da udjeli (*Anteilscheine*) mogu glasiti na ime i na donositelja (§ 95. st. 1. KAGB), što je primarno posljedica što u Njemačkoj udjeli UCITS fonda mogu biti izdani kao materijalizirani vrijednosni papiri. U njemačkoj praksi, udjeli (*Anteilscheine*) pretežito glase na donositelja, čime se olakšava njihovo cirkuliranje u prometu. Kada glase na ime, na njih se primjenjuju odredbe o dionicama dioničkog društva. Vidi: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 33 InvG Rbr. 11; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 136. Također, udjel (*Anteilscheine*) može glasiti i na više udjela iste klase, do čega će u pravilu doći kada ulagatelj originarno stekne istovremeno više udjela, koji se zatim ukoričuju u jedan vrijednosni papir – *Anteilscheine*. I u austrijskome pravu udjeli mogu glasiti na donositelja i na ime. Vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/41. Isto rješenje usvojeno je i u luksemburškom pravu, u čl. 8. st. 1. Loi du 17 décembre 2010. Isto i za luksemburško pravo vidi: Kremer, C., Lebbe, I., op. cit. u bilj. 32., str. 249.

⁵⁰⁷ Čl. 102. st. 2. ZOIFJP.

⁵⁰⁸ Vidi čl. 105. ZOIFJP-a. Tako i Miladin, P., Markovinović, H., op. cit. u bilj. 437., str. 139.

⁵⁰⁹ Središnje klirinško depozitarno društvo vodi ove poslove na temelju odredbi zakona o tržištu kapitala, te na temelju Pravila SKDD-a (u primjeni od 19. 10. 2014.), <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:42:1569315468496501::NO:::> (06. 8. 2014.).

⁵¹⁰ Čl. 102. st. 1. ZOIFJP. U svakom slučaju, osoba koja vodi registar udjela dužna je kao poslovnu tajnu čuvati podatke o ulagateljima, stanju udjela te uplatama i isplatama. Ti se podatci mogu učiniti dostupnima samo ulagateljima na temelju njihova zahtjeva i to samo u odnosu na podatke koji se odnose na te ulagatelje, depozitaru, osobi koja dokaže pravni interes te pravosudnim i drugim tijelima i osobama na temelju zahtjeva i u okviru ovlaštenja koje im daje zakon. Također, HANFA i društvo za upravljanje uvijek imaju pravo uvida u registar udjela fonda (čl. 103. st. 1. i čl. 103. st. 2. ZOIFJP). Voditelj registra dužan je ulagateljima za njihove udjele najmanje jednom godišnje dostaviti izvadak o stanju i prometu udjela (čl. 104. st. 3. ZOIFJP). O dostupnosti podataka iz SKDD-a vidi više u: Barbić, J., Pravo društava, Društva kapitala, Svezak I. Dioničko društvo, Zagreb, 2013., str. 127-130.

Vezano uz prijenos udjela, ZOIFJP propisuje poseban postupak prijenosa udjela UCITS fonda na treće osobe. Društvu za upravljanje kao voditelju registra udjela UCITS fonda,⁵¹¹ dano je pravo i dužnost da odbije upisati raspolaganje udjelom UCITS fonda ako nisu zadovoljeni uvjeti propisani čl. 105. st. 4. ZOIFJP-a.⁵¹² Nadalje, voditelj registra može propisati i objaviti obrasce koje je potrebno ispuniti i dokumentaciju koju je potrebno priložiti zahtjevu za upis raspolaganja udjela u registar udjela.⁵¹³ Zakonodavac izričito predviđa da se upis primarno vrši na temelju dokumentacije iz koje se vidi pravna osnova prijenosa udjela, a tek ako nisu jasni potrebni elementi prijenosa, tada je ulagatelj dužan na poziv voditelja registra ispuniti i dostaviti obrazac koji je kao takav propisan i objavljen od strane voditelja registra.⁵¹⁴ Titulus prijenosa uvijek je pravni posao, kao primjerice založni ugovor, kojeg se uvijek treba priložiti zahtjevu za upis u registar udjela, a ne obrazac koji se pri tome ispunjava.⁵¹⁵

Slijedom navedenoga, zaključujemo da se prijenos udjela UCITS fondova razlikuje od općeg uređenja načina prijenosa vrijednosnih papira na ime. Ključna razlika jest što se za prijenos uvijek traži pristanak društva za upravljanje, pa jedva da stoji teza da je riječ o slobodno prenosivom financijskom instrumentu. Iako društvo za upravljanje nema diskrecijske ovlasti za prihvrat, odnosno odbijanje davanja pristanka i dalje ima iznimno široku osnovu za donošenje takve odluke. Stoga smatramo da udjeli UCITS fondova ipak nisu slobodno prenosivi financijski instrumenti kako ih deklarira čl. 93. st. 1. ZOIFJP-a, već bi precizniji izraz bio da se radi o financijskim instrumentima koji su prenosivi ako su ispunjeni

⁵¹¹ Ako društvo za upravljanje delegira poslove vođenja registra na treće osobe, i dalje ostaje odgovorno za njegovo vođenje. Vidi čl. 102. st. 3. ZOIFJP-a.

⁵¹² Voditelj registra dužan je odbiti upis u registar, bilo da se radi o originarnom ili o derivativnom stjecanju udjela fonda, iz bilo kojeg od sljedećih razloga (čl. 105. st. 4. ZOIFJP): 1. ako se iz dokumentacije i ispunjenog obrasca ne vidi pravna osnova prijenosa udjela, kao što je o kome se pravnom poslu radi, stranke pravnog posla, koji se udjeli prenose i dr.; 2. ako stjecatelj udjela ne ispunjava uvjete da postane ulagateljem fonda prema prospektu i pravilima fonda; 3. ako su povrijeđene odredbe o stjecanju udjela propisane ZOIFJP-om ili prospektom fonda; 4. ako bi kao posljedica raspolaganja ulagatelj povrijedio odredbe o najnižem broju udjela u fondu, i to bilo na strani prenositelja ili stjecatelja. Dokumentaciju kojom se donosi odluka o upisu u registar udjela, voditelj registra je dužan čuvati 5 godina (čl. 105. st. 5. ZOIFJP). ZOIFJP propisuje i opoziv raspolaganja udjelom, tj. opoziv podnesenog zahtjeva za upis raspolaganja u registar udjela. Tako se podneseni zahtjev s dokumentacijom može opozvati isključivo pod uvjetom da još nije izvršen upis raspolaganja u registar udjela, te uz ispunjenje dodatnih udjela: da se opoziva u pismenoj formi i to suglasno, što znači od strane imatelja udjela i treće osobe na koju se udjel prenosi, te da voditelj registra primi zahtjev za opoziv prije no što je izvršen upis u registar udjela na temelju prije podnesenog zahtjeva za prijenos, tj. raspolaganje udjelom (čl. 106. ZOIFJP).

⁵¹³ Čl. 105. st. 2. ZOIFJP.

⁵¹⁴ Čl. 105. st. 3. ZOIFJP. Takvo se rješenje razlikuje od ZIF-a 05, koji je pak predviđao da je ispunjenje obrasca za upis raspolaganja udjela uvjet *conditio sine qua non* da bi se upis uopće mogao izvršiti u registar udjela (čl. 178. st. 1. ZIF 05). Rješenje ZOIFJP-a treba pozdraviti, jer je opisana odredba ZIF-a 05 unosila dvojbu predstavlja li obrazac za upis u registar udjela ujedno i titulus prijenosa prava od prenositelja na primatelja prijenosa. Stoga ZOIFJP pravilno predviđa da je obrazac tek formalni zahtjev koji mora biti ispunjen jedino u slučaju da iz podnesene dokumentacije nije jasna pravna osnova prijenosa udjela.

⁵¹⁵ Vidi: Miladin, P., Markovinović, H., op. cit. u bilj. 437., str. 140.

zakonski uvjeti za prijenos. U tom se smislu udaljavaju od pojma vrijednosnog papira, kao papira čija je prometljivost jedna od njegovih temeljnih značajki.⁵¹⁶

Argument da izdavanjem udjela UCITS fonda ulagatelj dobiva još jedan način bržeg trgovanja udjelima, primjerice na uređenim tržištima, ne stoji za hrvatsko pravo, s obzirom na to da se udjelima UCITS fondova ne može trgovati na burzi.⁵¹⁷ Nemogućnost kotiranja udjela UCITS fondova na uređenom tržištu posljedica je što imatelji udjela UCITS fondova imaju svakodobno pravo otkupa udjela UCITS fonda.⁵¹⁸ Posljedica otkupa udjela je da on više ne postoji, što ga jasno čini neprimjerenim za trgovanje na sekundarnom tržištu kapitala.

Kao četvrto, postavlja se pitanje prenosi li se udjelom UCITS fonda sva prava i obveze ulagatelja u UCITS fondu, odnosno cjelokupni pravni položaj ulagatelja u UCITS fondu. Odgovor je pozitivan. Jedna od glavnih značajki udjela UCITS fonda jest što ukoričuje prava koja ulagatelj u okviru investicijskog posla stječe na temelju ugovora o ulaganja, tj. obveznopravni položaj ulagatelja prema društvu za upravljanje, a smislenim tumačenjem i stvarna prava ulagatelja u odnosu na zasebnu imovinu fonda.⁵¹⁹ Na taj način je novi stjecatelj

⁵¹⁶ U pravnoj literaturi o vrijednosnim papirima smatra se da je već i samim postupkom dematerijalizacije vrijednosnih papira izgubljena glavna prednost vrijednosnih papira, a to je olakšavanje njihove cirkulacije u pravnom prometu. Uvođenjem registara potrebnih da se vode računalni zapisi koji zamjenjuju prijašnje isprave, vrijednosni se papiri u biti pojavljuju kao jedan oblik registarskih prava. O tomu vidi više u Lehmann, M., op. cit. u bilj. 486., str. 16. Ako već samu dematerijalizaciju promatramo kao ograničenje prenošenja vrijednosnih papira u odnosu na tradicionalnu ulogu koju su vrijednosni papiri imali u pravnom prometu, tada dodatno „registarsko“ ograničenje iz čl. 105. st. 4. ZOIFJP-a ozbiljno dovodi u pitanje svrhovitosti kvalifikacije udjela UCITS fondova kao vrijednosnih papira.

⁵¹⁷ Tako i Miladin, P., Markovinović, H., op. cit. u bilj. 437., str. 139. Nematerijalizirane vrijednosne papire određuje čl. 490. st. 1. ZTK-a kao „elektronički zapis na računu vrijednosnih papira u računalnom sustavu središnjeg depozitorija kojim se njegov izdavatelj obvezuje zakonitom imatelju ispuniti obvezu sadržanu u nematerijaliziranom vrijednosnom papiru.“ Suprotno od toga, vidi rješenje slovenskog zakonodavca koji u čl. 234. st. 7. ZISDU-2 izrijekom predviđa da društvo za upravljanje može uvrstiti određene udjele UCITS fondova na uređeno tržište, pod uvjetima koje će odrediti nadležno tijelo - Agencija za trg vrednostnih papirjev (čl. 234. st. 8. ZISDU-2). Naime, društvo za upravljanje prema čl. 234. st. 5. ZISDU-2 ovlašteno je izdavati različite razrede udjela investicijskih fondova, gdje se oni mogu razlikovati i u odnosu na element njihove prenosivosti.

⁵¹⁸ I u njemačkom pravu udjeli UCITS fondova, izdani kao *Anteilscheine*, tj. u obliku materijaliziranih vrijednosnih papira ili u obliku *Globalurkunde*, ne mogu kotirati na uređenom tržištu. U pravnoj se literaturi kao razlog takvom rješenju navodi pravo ulagatelja na svakodobni otkup udjela. Vidi: Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 145; Lehmann, M., op. cit. u bilj. 486., str. 119.

⁵¹⁹ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 365. U njemačkome pravu puno se jasnije razvio koncept prava i obveza iz udjela prije i poslije ukoričenja u vrijednosni papir. Uz to se koriste različiti termini ovisno o tome misli li se na udjel kao vrijednosni papir ili ne. Tako se termin „*Anteil*“ koristi za cjelokupnu pravnu poziciju ulagatelja u okviru investicijskog posla, što uključuje i obveznopravne odnose prema društvu za upravljanje i depozitaru, i stvarnopravni položaj u odnosu na zasebnu imovinu fonda. Za razliku od toga, termin „*Anteilscheine*“ koristi se za prava koja proizlaze iz udjela kao vrijednosnog papira. Stoga se postavilo pitanje ukoričuje li *Anteilscheine* sva prava koja proizlaze iz *Anteil*. Prevladava pozitivan odgovor, te se smatra da *Anteilscheine* ukoričuje i stvarnopravni položaj ulagatelja u odnosu na zasebnu imovinu fonda. Naravno, to vrijedi samo kada se zasebna imovina fonda nalazi u suvlasništvu ulagatelja (*Miteigentumlösung*). Kada se pak zasebna imovina fonda nalazi u vlasništvu društva za upravljanje (*Treuhandlösung*), tada se prijenosom udjela kao vrijednosnog papira prenosi samo obveznopravni zahtjevi ulagatelja prema društvu za upravljanje, gdje je jedan od zahtjeva i povrat imovine ulagatelja koja se nalazi u fiducijarnom vlasništvu društva za upravljanje. Vidi: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 33 InvG Rbr. 6; Canaris,

udjela ovlašten postaviti sve zahtjeve prema društvu za upravljanje koji su pripadali ranijem imatelju.⁵²⁰ Drukčije tumačenje onemogućilo bi da se prenošenjem udjela prenese cjelokupni položaj u investicijskom poslu od prethodnog na potonjeg ulagatelja.

Slijedom navedenoga, možemo zaključiti da iako udjeli UCITS fonda imaju određene značajke vrijednosnih papira, ZOIFJP sadrži specifična rješenja kojima se režim udjela UCITS fonda značajno razlikuje od općeg režima vrijednosnih papira. Također je uvjetovanjem prijenosa udjela davanjem suglasnosti društva za upravljanje dovedena u pitanje načelno proklamirana ideja slobodno prenosivog financijskog instrumenta. Međutim, udjeli UCITS fondova se u komparativnoj pravnoj literaturi označavaju kao *sui generis* vrijednosni papiri.⁵²¹ Određivanje udjela UCITS fonda kao vrijednosnog papira u komparativnom njemačkom, austrijskom i slovenskom pravu jest, između ostaloga, što navedena prava ne poznaju ograničenja u raspolaganju udjelima UCITS fonda kao što je to predvidio hrvatski zakonodavac u čl. 105. st. 4. ZOIFJP-a, te se udjeli UCITS fondova prenose prema pravilima koja inače vrijede za prijenos takvih vrijednosnih papira.

No, s obzirom na to da je EU zakonodavac uveo novi pojam financijskih instrumenata, i unutar toga razdvojio kategorije prenosivih vrijednosnih papira od jedinica u subjektima za zajednička ulaganja, smatramo da je za potrebe tržišta kapitala dovoljno odrediti udjel UCITS fonda kao jedinicu u subjektima za zajednička ulaganja. U doktrinarnom smislu, kao što je prikazano, udjeli UCITS fondova imaju određene sličnosti s vrijednosnim papirima. Međutim, položaj ulagatelja UCITS fonda bio bi isti kvalificira li se udjel UCITS fonda kao vrijednosni papir ili kao jedinicu u subjektima za zajednička ulaganja, jer su značajke udjela UCITS fonda izrijekom propisane ZOIFJP-om.

Razmatrajući udjele UCITS fondova, kao jedno od spornih pitanja pojavljuje se stječe li ulagatelj UCITS fonda prava u okviru UCITS fonda izdavanjem udjela UCITS fonda (odnosno upisom u registar udjela UCITS fonda) ili ulagatelj stječe navedena prava već u

C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2372; Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 18 KAGG Rbr. 30; Gessler, E., Das Recht der Investmentgesellschaften und ihrer Zertifikatsinhaber, Wertpapier- und Bankfragen, Rechtsprechung, Inhaltsverzeichnis für das 1. Halbjahr 1957., str. 25; Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 39 i str. 82. Tako i za austrijsko pravo vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/39. Austrijski zakonodavac izrijekom je propisao da udjel (*Anteilscheine*) ukoričava suvlasnička prava (*Miteigentumsanteile*) ulagatelja u zasebnoj imovini UCITS fonda i prava ulagatelja prema društvu za upravljanje i depozitaru (§ 46. st. 1. InvFG).

⁵²⁰ Tako i Miladin, P., op. cit. u bilj. 79., str. 372-373. Tako za njemačko pravo i Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2391; Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 33 InvG Rbr. 18.

⁵²¹ Za njemačko pravo u Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 33 InvG Rbr. 9; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 136; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2373. Tako i za austrijsko pravo vidi Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/39. Za slovensko pravo, vidi izričitu zakonsku odredbu – čl. 234. st. 1. ZISDU-2.

trenutku sklapanja ugovora o ulaganju, odnosno u trenutku kada sredstva koja je on uplatio prirastaju zasebnoj imovini UCITS fonda, što bi značilo da se pravo koje je nastalo sklapanjem ugovora o ulaganju samo naknadno „ukoričuje“ izdavanjem udjela (odnosno upisom u registar udjela).

Dikcija čl. 104. st. 1. ZOIFJP-a kojim se predviđa da ulagatelj stječe prava iz udjela upisom u registar udjela, odnosno izdavanjem UCITS udjela ne daje prostor tumačenju da bi prava iz udjela UCITS fonda ulagatelj stjecao već pri sklapanju ugovora, odnosno pri uplati sredstava jer je upis u registar udjela određen kao konstitutivan.

Međutim, smatramo da takvo određenje nije u duhu investicijskog posla.⁵²² Ulagatelji stječu određena prava prema subjektima investicijskog trokuta prije izdavanja udjela UCITS fonda i to temeljem sklopljenog ugovora o ulaganju. Temeljem sklopljenog ugovora o ulaganju ulagatelji stječu pravo zahtijevati izdavanje udjela UCITS fonda od društva za upravljanje. Smatramo da bi ulagateljima trebalo priznati stvarnopravni položaj na zasebnoj imovini fonda već od trenutka uplate novčanih sredstava na račun UCITS fonda.⁵²³ Uspostavljena praksa hrvatskih društava za upravljanje da se pri upisu u registar udjela ulagateljima priznaju prava od trenutka uplate novčanih sredstava (pod uvjetom da je podnesen uredni zahtjev za sklapanje ugovora o ulaganju), dakle retroaktivno, jasno govori u prilog toj tezi.

Zalažemo se za takvo tumačenje prava ulagatelja UCITS fondova koje će uzeti u obzir da polazna osnova nije sadržana u okolnosti izvršenog upisa udjela, već da prava ulagatelja počivaju primarno na obveznopravnim odnosima u koje ulagatelj stupa s društvom za upravljanje, a putem njega i s depozitarom.⁵²⁴ Jedino se tako može pristupiti smislenoj analizi odgovornosti depozitara UCITS fonda kada povrijedi zakonom utvrđene obveze prema ulagateljima UCITS fondova, kao i analizi dostupnih mehanizama zaštite koje ulagatelji u tim slučajevima mogu koristiti.

Nadalje, ZOIFJP unosi značajnu novinu, a to je da su UCITS fondovi ovlašteni izdavati različite klase udjela,⁵²⁵ gdje unutar klase udjeli svojim imateljima daju ista prava. No različite klase mogu davati različita prava svojim imateljima, kao što su različita prava na isplatu dobiti fonda, denominaciju, pravo izdavanja i/ili otkupa, naknadu za upravljanje

⁵²² Tako se u njemačkome pravu smatra da su udjeli (*Anteilscheine*) deklaratorni vrijednosni papiri. Vidi tako i za njemačko pravo vidi: Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 18-19; Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 30 InvG Rbr. 10.

⁵²³ Vidi raspravu o tomu u poglavlju 2.4.1.

⁵²⁴ Tako i Canaris za njemačko pravo smatra da je izdavanje udjela kao vrijednosnih papira u biti nepotrebno iz gledišta ostvarivanja prava ulagatelja. Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2351.

⁵²⁵ Čl. 93. st. 3. ZOIFJP.

plativu društvu za upravljanje, početnu cijenu udjela, te kombinaciju tih prava.⁵²⁶ Uvjet jest da se u prospektu naznači moguće klase udjela.⁵²⁷ ZOIFJP nije odredio da se u prospektu ili u pravilima fonda treba navesti i pojedina prava koja određena klasa udjela daje, no to je ispravljeno Pravilnikom o udjelima UCITS fonda. Tako je društvo za upravljanje dužno detaljno objasniti pojedinosti, tj. prava ulagatelja za svaku klasu udjela koju se nudi, i to u prospektu i/ili u pravilima UCITS fonda.⁵²⁸ U svakom slučaju, prava iz pojedine klase udjela ne smiju uzrokovati štetu imateljima drugih klasa udjela istog UCITS fonda.⁵²⁹

Međutim, ovlast izdavanja različitih klasa udjela nikako se ne bi moglo tumačiti kao uvođenje različitih politika investicijskog ulaganja za pojedinu klasu.⁵³⁰ Drugim riječima, uvođenjem različitih klasa udjela ne smije se promijeniti ciljeve ulaganja koji su određeni u prospektu, te društvo za upravljanje mora na jednaki način upravljati svom zasebnom imovinom fonda bez obzira što ulagatelji na temelju svojih udjela imaju različita prava prema društvu za upravljanje ili u odnosu na zasebnu imovinu fonda. Uvođenje različitih klasa udjela treba pozdraviti s aspekta kompetitivnosti i atraktivnosti hrvatskih UCITS fonda na europskom tržištu kapitala, jer se kao prednost postojanja različitih klasa udjela navodi stvaranje klase koja odgovara ciljanim skupinama tuzemnih, ali i inozemnih ulagatelja primjerice u pogledu poreznih rješenja njihovih matičnih država i drugo.⁵³¹ Ipak, uvijek treba imati na umu da je politika ulaganja fonda uvijek ista, samo su prava ulagatelja različita, što

⁵²⁶ Čl. 93. st. 2. ZOIFJP. Tako i njemački zakonodavac u § 96. st. 1. KAGB-a predviđa da udjeli svojim imateljima mogu davati različita prava, posebice u odnosu na korištenje prihoda (*Ertragsverwendung*), na premiju na izdavanje udjela (*Ausgabeaufschlags*) / ulaznu naknadu, na izlaznu naknadu (*Rücknahmeabschlags*), na valutu u kojoj je vrijednost udjela izražena (*der Währung des Anteilwertes*) koja je najviše popularna zbog raznih rizika koji postoje kod promjene valuta te omogućava široki izbor mjera (primjerice *swap*, opcije, *forwards*, *futures*) koje se mogu ugovoriti radi minimiziranja rizika, na naknadu za društvo za upravljanje (*Verwaltungsvergütung*), na minimalni investicijski iznos (*Mindestanlagesumme*) ili na kombinaciju prava. Njemački zakonodavac kod klasa udjela uvodi dodatno pravilo, a to je da ako udjel kao vrijednosni papir (*Anteilscheine*) glasi na više udjela (*Anteil*), tada se na taj način mogu spajati samo udjeli koji spadaju u istu klasu. Iako spajanje udjela nije predviđeno u ZOIFJP-u, ne postoji zapreka *de lege ferenda* da se uvede takva mogućnost. U njemačkoj praksi svi udjeli koji pripadaju jednoj klasi mogu se ukoristiti u jedan vrijednosni papir (*Globalurkunde*). Vidi o tomu u: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 33 InvG Rbr. 13.

⁵²⁷ Čl. 183.a t.8.b ZOIFJP.

⁵²⁸ Čl. 10. Pravilnika o udjelima UCITS fonda. Isto vrijedi i za njemačko pravo. Također, o pitanju tehnike slaganja, izmjene i prestanku postojanja svih ili pojedinih klasa udjela unutar fonda vidi u: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 34 InvG Rbr. 13.

⁵²⁹ Čl. 11. st. 1. Pravilnika o udjelima UCITS fonda.

⁵³⁰ Tako i za njemačko pravo vidi u Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 34 InvG Rbr. 7; Baur, J., 7. Kapitel. Investmentgeschäfte, u Assmann, H.-D., Schütze, R. A. (ur.), op. cit. u bilj. 24., Rbr. 176.

⁵³¹ Tako i s pogleda njemačkog prava, gdje Schmitz navodi primjer klase udjela oblikovane primarno za britanske ulagatelje s obzirom na njihova porezna rješenja. Također, klasama udjela nastoji se određeni proizvod prilagoditi potrebama profesionalnih ulagatelja ili druge ciljane skupine. Za njemačko pravo vidi: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 34 InvG Rbr. 9.

čini i glavnu razliku u odnosu na pravnu konstrukciju krovnog fonda čiji podfondovi mogu imati različite politike ulaganja.⁵³²

Izdvajamo dodatnu specifičnost udjela UCITS fonda koja se tiče nominalne vrijednosti udjela. Naime, udjel UCITS fonda može glasiti i na decimalan iznos koji nije djeljiv s cijelim brojem,⁵³³ što je posljedica pravila o izračunu neto vrijednosti UCITS fonda i cijene udjela UCITS fonda, gdje cijena udjela, odnosno njegova vrijednost varira na svakodnevnoj razini.

Specifična se pitanja otvaraju i vezano uz vođenje registra udjela UCITS fonda. Tako kod izdavanja udjela UCITS fonda kao nematerijaliziranog financijskog instrumenta može doći do određenih pogrešaka, primjerice upisa pogrešne osobe kao imatelja udjela ili upisa netočnog broja kupljenih udjela i drugo. Ako se registar udjela vodi u središnjem registru nematerijaliziranih vrijednosnih papira, primjenjivat će se odredbe ZTK-a i Upute Središnjeg klirinškog depozitarnog društva.⁵³⁴ Uputa SKDD-a u čl. 92. predviđa način ispravljanja pogrešnih podataka vezano uz podatke imatelja udjela i raspoređene količine vrijednosnih papira, pri čemu se podatci mijenjaju na temelju naloga izdavatelja, što bi u okviru investicijskog posla značilo da bi društvo za upravljanje trebalo staviti nalog SKDD-u da izmijeni pogrešne podatke.⁵³⁵ Smatramo da bi se *de lege ferenda* trebalo izrijeком usvojiti rješenje kojime bi se ulagatelju dalo pravo zahtijevati od društva za upravljanje da izmijeni podatke u registru udjela, s obzirom na to da je samo društvo za upravljanje ovlašteno mijenjati podatke o udjelu i kada samo vodi registar udjela i kada je to delegirano trećim osobama ili kada registar vodi SKDD.

⁵³² Čl. 251. ZOIFJP. Tako i njemačko pravo u § 96. st. 2. KAGB-a. Vidi više u: Baur, J., u Assmann, H-D., Schütze, R. A. (ur.), op. cit. bilj. 24., Rbr. 177; Köndgen, J., Schmies, C., op. cit. u bilj. 221., str. 10.

⁵³³ Čl. 238. st. 2. ZOIFJP.

⁵³⁴ U primjeni od 19. 10. 2013. [http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:42:444491589722801::NO::: \(05. 06. 2014\).](http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:42:444491589722801::NO::: (05. 06. 2014).)

⁵³⁵ Također, kada dolazi ili do prisilnog ili dobrovoljnog prijenosa upravljanja fondom na novo društvo za upravljanje, osim kod statusnih promjena spajanja i pripajanja fondova gdje je potrebno izdati nove udjele ulagateljima fonda prenositelja (čl. 253. st. 3. ZOIFJP) postavlja se pitanje je li potrebno izdati nove udjele ulagateljima i brisati stare ili je dovoljno da društvo prenositelj ili društvo preuzimatelj postavi zahtjev za izmjenom podataka, odnosno provede izmjenu podataka o izdavatelju ako samo vodi registar udjela. Smatramo da je dovoljna izmjena podataka (temeljem zahtjeva društva prenositelja ili društva preuzimatelja), bez potrebe izdavanja novih udjela i brisanja starih. Odgovarajuće je rješenje prihvaćeno i u njemačkome pravu, gdje je pitanje izdavanja novih udjela još važnije jer se udjeli mogu izdati i u materijaliziranom obliku, te se postavlja pitanje treba li poništiti već izdane udjele (*Anteilscheine*) i izdati nove, pri čemu se tada postavlja ozbiljan problem zaštite ulagatelja koji je u dobroj vjeri stekao udjel od indosanta. Tako se i u njemačkoj pravnoj literaturi argumentira da već izdani udjeli (*Anteilscheine*) ukoričuju pravo imatelja udjela da prava iz udjela ostvaruju prema novom društvu za upravljanje. Vidi više o tomu u: Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 107-108. Suprotno mišljenje u manjini zastupa Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 118. Naime, Ebner von Eschenbach smatra da je depozitar dužan izdati nove udjele (*Anteilscheine*), argumentirajući da stari udjeli ukoričuju, pored prava prema prethodnom društvu za upravljanje koja su prestala prestankom ugovora o upravljanju, još jedino zahtjev prema depozitaru da izda nove udjele koji bi ukoričili njihova prava prema novom društvu za upravljanje.

Konačno, ZOIFJP je postavio dodatna pravila za zasnivanje tereta na udjelima. Tako je određeno da se na udjelu može zasnovati samo jedno založno pravo.⁵³⁶ Posebno se štiti vjerovnike, tj. one u čiju je korist zasnovan teret na udjelu pri otkupu ili raspolaganju udjelom. Osnovno je pravilo da se udjelom može raspolagati samo uz suglasnost imatelja prava ili tereta na tom udjelu,⁵³⁷ u protivnome, takvo će raspolaganje biti ništetno.⁵³⁸

2.5.1. Posebno o potvrdi o stjecanju udjela

Ulagatelj ima pravo zahtijevati od društva za upravljanje da mu se izda pisana potvrda o stečenim udjelima u roku od sedam radnih dana od dana podnošenja urednog zahtjeva,⁵³⁹ što se odnosi i na originarno i na derivativno stjecanje udjela.⁵⁴⁰ Potvrda o stjecanju udjela nije vrijednosni papir,⁵⁴¹ što jasno proizlazi iz čl. 93. st. 1. ZOIFJP-a koji određuje udjele UCITS

⁵³⁶ Čl. 107. st. 2 ZOIFJP. Ovo je rješenje usklađeno sa rješenjem ZTK-a u čl. 495. st. 4. koji također određuje da se na nematerijaliziranom vrijednosnom papiru može zasnovati samo jedno založno pravo. Zanimljivo je pitanje fiducijarnog prijenosa udjela. ZOIFJP ne ulazi u to što se točno prenosi fiducijarnim prijenosom, ali zato odgovor možemo pronaći u OZ-u. Pod fiducijarnim prijenosom udjela smatra se pravni posao prijenosa udjela radi osiguranja, gdje sve dok predlagatelj osiguranja ne postane punopravni imatelj udjela ili se udjeli ne otuđe, prenositelj, tj. imatelj udjela ne gubi pravo sudjelovanja u dobiti, osim ako se imatelj udjela i predlagatelj osiguranja ne sporazume drukčije (čl. 326. st. 3. OZ). S obzirom na to da se ovo rješenje primjenjuje i na dionice, predviđeno je da prenositelj, tj. dioničar može zadržati i pravo glasa. Za dionice se ovakvo rješenje posebno kritizira, jer se njime povrjeđuje jedno od temeljnih načela dionica, a to je nedjeljivost, u ovome slučaju sadržajna nedjeljivost svih prava koja proizlaze iz dionice. Vidi više o tomu u: Barbić, J., op. cit. u bilj. 510., str. 76-77; Miladin, P., Markovinović, H., op. cit. u bilj. 437., str. 135. Barbić predlaže da bi se isti učinak, a uz poštovanje načela nedjeljivosti dionice, mogao postići da se fiducijarnim prijenosom prenese dionicu sa svim pravima na predlagatelja osiguranja, a da se nakon toga sporazumom ustupi dužniku, tj. prijašnjem imatelju dionice buduće tražbine s naslova isplate dividende, a davanjem punomoći za ostvarivanje glasa na glavnoj skupštini, ovlasti dužnika da koristi pravo glasa iz dionice. Iako su udjeli investicijskih fondova *sui generis* financijski instrumenti koji svojim imateljima ne daju pravo glasa s obzirom na to da UCITS fond ni ne tvori društvo, smatramo da bi se prijedlog akademika Barbića na odgovarajući način trebao primijeniti *de lege ferenda* i na udjele.

⁵³⁷ Čl. 107. st. 1. ZOIFJP. Pri tome kontrolu nad time je li dana suglasnost vrši voditelj registra kada dobije zahtjev za upis raspolaganja udjelom fonda. To jasno proizlazi iz činjenice da se udjel i sva prava iz udjela kao nematerijaliziranog financijskog instrumenta stječu tek upisom u registar udjela, tj. zbog konstitutivnosti upisa, a voditelj registra je dužan zatražiti svu dokumentaciju, u koju će u ovom slučaju ući i izjava o suglasnosti osobe koja ima pravo ili teret na udjelu, te na temelju podnesene dokumentacije izvršiti upis ako je on u skladu s odredbama ZOIFJP-a prospekta i pravila fonda. Zbog praktičnih razloga, preporuča se izjava o suglasnosti u pismenom obliku, iako nema formalne zapreke da se navedena izjava da i usmeno.

⁵³⁸ Čl. 107. st. 1. ZOIFJP. O značajkama založnog prava, posebice registarskog založnog prava i fiducijarnog prijenosa vlasništva vidi u: Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 335-361. O založnom pravu na pravu općenito vidi: Miladin, P., Markovinović, H., op. cit. u bilj. 437. O založnom pravu bez predaje stvari u posjed vidi: Čulinović-Herc, E., op. cit. u bilj. 386.

⁵³⁹ Čl. 108. st. 1. ZOIFJP.

⁵⁴⁰ Čl. 108. st. 4. ZOIFJP.

⁵⁴¹ Tako i Čulinović-Herc, E., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 24., str. 108. Zakonom je izričito određeno koje podatke potvrda mora sadržavati, zbog čega se na prvi pogled i postavlja pitanje predstavlja li potvrda o stjecanju udjela vrijednosni papir. Podatci koje potvrda o stjecanju udjela mora sadržavati su (čl. 108. st. 2. ZOIFJP): 1. datum izdavanja, tj. stjecanja udjela; 2. naziv investicijskog fonda, te tvrtke i sjedišta društva za upravljanje; 3. broj udjela u imovini investicijskog fonda na koje glasi potvrda; 4. ime i prezime, odnosno tvrtka i OIB imatelja udjela; 5. mjesto i datum izdavanja potvrde; 6. potpis ovlaštene osobe društva za upravljanje, pri čemu potpis može biti i elektronički ili izveden mehaničkim umnožavanjem potpisa. ZIF 05 u čl.

fonda kao nematerijalizirane financijske instrumente. Dodatni argument je što se potvrda o stjecanju udjela izdaje isključivo na zahtjev ulagatelja,⁵⁴² što znači da prava na udjel i iz udjela nastaju neovisno o tome je li potvrda o stjecanju udjela izdana ili ne. Potvrdu o stjecanju udjela izdaje društvo za upravljanje.⁵⁴³

Postavlja se pitanje značaja ove potvrde za ulagatelja. U tome je indikativno da ulagatelj može zatražiti ovu potvrdu isključivo u roku od 7 radnih dana od dana kada je podnio uredan zahtjev za izdavanje udjela.⁵⁴⁴ No, ulagatelj, i nakon što stekne udjel kao nematerijalizirani financijski instrument, ima neograničeno pravo o svom trošku tražiti od voditelja registra da mu se dostavi izvadak o stanju i prometu svojih udjela,⁵⁴⁵ a najmanje jednom godišnje društvo za upravljanje dužno je imateljima udjela dostaviti izvadak o stanju i prometima udjela.⁵⁴⁶

Smatramo da potvrda o stjecanju udjela, osim potvrde da je za ulagatelja izdan odgovarajući broj udjela UCITS fonda, ima i značaj potvrde o sklopljenom ugovoru o ulaganju između ulagatelja i društva za upravljanje, što odgovara institutu pisane potvrde neformalno sklopljenih ugovora prema ZOO-u.⁵⁴⁷ Tako svaka ugovorna strana može zahtijevati od druge da izda pisanu potvrdu ugovora koji je sklopljen usmeno, i to sve dok druga strana ne ispuni ugovornu obvezu. Tu bi ugovorne obveze koje društvo za upravljanje tek ima ispuniti bila primarno obveze iz čl. 88. st. 2. ZOIFJP-a, među kojima je najvažnija upravljanje zasebnom imovinom UCITS fonda u skladu s odredbama ZOIFJP-a, prospekta i pravila UCITS fonda.

2.6. Pravni odnosi između ulagatelja UCITS fonda

Analizirat će se nastaju li pravni odnosi između ulagatelja temeljem stvarnopravnog određenja zasebne imovine fonda te nastaju li pravni odnosi između ulagatelja koji odgovaraju pojmu ortaštva, tj. obveznopravnog društva.

Ulagatelji formalnopravno tvore zajednicu koja proizlazi iz njihova položaja kao suovlaštenika na stvarima, pravima i tražbinama koje pripadaju zajedničkog zasebnoj imovini UCITS fonda.⁵⁴⁸ Međutim, s obzirom na *sui generis* režim zajedničkog vlasništva zasebne

160. st. 2. Predviđao je da potvrda o stjecanju udjela mora sadržavati gotovo iste podatke, gdje je jedina razlika što se umjesto datuma stjecanja udjela, tražio datum kupnje udjela.

⁵⁴² Čl. 108. st. 1. ZOIFJP.

⁵⁴³ Potvrde potpisuje ovlaštena osoba društva za upravljanje (čl. 108. st. 2. t. 6. ZOIFJP).

⁵⁴⁴ Čl. 108. st. 1. ZOIFJP.

⁵⁴⁵ Čl. 104. st. 4. ZOIFJP.

⁵⁴⁶ Čl. 104. st. 3. ZOIFJP.

⁵⁴⁷ Čl. 287. ZOO-a. Više o institutu pisane potvrde u: Miladin, P., op. cit. u bilj. 162.

⁵⁴⁸ Čl. 88. st. 4. ZOIFJP.

imovine UCITS fonda, to samo po sebi ne daje odgovor na pitanje nastaju li između ulagatelja pravni odnosi koji odgovaraju pravnim odnosima između zajedničara na temelju stvarnopravnog režima zajedničkog vlasništva. U okviru općeg stvarnopravnog režima zajedničkog vlasništva, jedno od ključnih prava zajedničara jest da svaki zajedničar ima pravo glede zajedničke stvari postavljati zahtjeve i ostalim zajedničarima, pod uvjetom da ti zahtjevi proizlaze iz zajedničkog vlasništva.⁵⁴⁹ Međutim, analizom odredbi ZOIFJP-a, proizlazi da ulagatelji u okviru investicijskog posla nemaju prava ni obveze jedan prema drugome. Stoga, iako su ulagatelji suimatelji zajedničkog vlasništva nad zasebnom imovinom fonda, smatramo da ne dolazi do zasnivanja pravnog odnosa između njih kao što bi dolazilo da se radi o punopravnom zajedničkom vlasništvu.⁵⁵⁰

Nadalje, postavlja se pitanje nastaje li između ulagatelja obveznopravna zajednica, tj. društvo koje bi odgovaralo pojmu ortaštva. Akademik Barbić obrazlaže da bi se neka zajednica mogla smatrati društvom, što se može primijeniti na statusnopravno i obveznopravno određenje društva, a ne samo imovinskom zajednicom, mora ispunjavati najmanje tri uvjeta: da se radi o udruženju osoba kao pravne zajednice za razliku od imovinske zajednice, da se udruživanje temelji na pravnom poslu te da je usmjerena ostvarivanju ne pojedinačnog, već zajedničkog cilja.⁵⁵¹ Ulagatelji se ne udružuju na temelju zajedničkog pravnog posla, tj. društvenog ugovora ili statuta,⁵⁵² već društvo za upravljanje osniva UCITS fond, te kada ispuni sve zakonske uvjete, na temelju prospekta i pravila UCITS fonda nudi potencijalnim ulagateljima udjele fonda.

⁵⁴⁹ Čl. 62. st. 1. ZVDSP.

⁵⁵⁰ Tako i za njemačko pravo, analogno se primjenjuju argumenti o nepostojanju zajednice do koje inače dolazi u općem režimu suvlasničkog vlasništva, vidi: Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 147; Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 33 InvG Rbr. 7; Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 8. Suprotno stajalište zastupa Canaris. Glavni argument koji Canaris spominje u korist postojanja zajednice ulagatelja na temelju stvarnopravnog određenja zasebne imovine fonda jest činjenica što ulagatelj ne može upravljati niti raspolagati pojedinim dijelovima zasebne imovine fonda, što odgovara rješenju zajedničkog vlasništva. Smatramo da je Canaris samo formalnopravno odredio da su ulagatelji u stvarnopravnoj zajednici, i to na temelju zajedničkog vlasništva, što je u njemačkom pravu dio rasprave o tome radi li se o suvlasničkoj zajednici ili o zajednici koja odgovara određenju zajedničkog vlasništva. Međutim, i Canaris smatra da ulagatelji ne mogu jedan prema drugome isticati nikakve zahtjeve. Vidi: Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2397. U luksemburškom pravu također se smatra da nema pravnih odnosa između ulagatelja unutar FCP-a (*fonds commun de placement*) kada FCP kao ugovorni tip fonda udovoljava uvjetima UCITS direktive. Vidi: Kremer, C., Lebbe, I., op. cit. u bilj. 32., str. 84.

⁵⁵¹ Vidi o tomu u: Barbić, J., Pravo društava, Opći dio, Zagreb, 2008., str. 133. Također općenito o društvima bez pravne osobnosti vidi: Barbić, J., Imovina u društvima bez pravne osobnosti, Zbornik 49. susreta pravnika, Opatija, 2011.

⁵⁵² Isto i za njemačko pravo, gdje se smatra da ulagatelji ne sklapaju društveni ugovor, tzv. *Gesellschaftsvertrag*, vidi: Wendt, P., op. cit. u bilj. 97., str. 86.

Nadalje, ključna razlika između ulagatelja UCITS fonda i ortaka u ortaštvu jest što kod ulagatelja nema zajedničke volje niti zajedničkog cilja zbog kojeg se UCITS fond osniva.⁵⁵³ Ulagatelji u okviru investicijskog posla samo povjeravaju uložena sredstva društvu za upravljanje koje upravlja cjelokupnom zasebnom imovinom UCITS fonda radi stjecanja dobiti. Međutim, ulagatelji pri tome djeluju svaki u individualnom interesu, bez usklađenog djelovanja prema zajedničkom cilju.⁵⁵⁴ Ulagatelji raspolažu udjelima UCITS fonda, i time utječu na zasebnu imovinu fonda i ostvarenje dobiti fonda, neovisno o interesima drugih ulagatelja i samog fonda, pri čemu ulagatelji raspolaganjem udjela, tj. otkupom udjela mogu čak dovesti fond i do prestanka, tj. provođenja likvidacije nad zasebnom imovinom UCITS fonda ako njena vrijednost padne ispod zakonom određene granice.⁵⁵⁵ Dakle, ulagatelji ne čine zajednicu koja bi odgovarala pravnim odnosima koji nastaju temeljem ortaštva kao obveznogpravnog društva.

⁵⁵³ Tako i za njemačko pravo: Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 9; Einsele, D., op. cit. u bilj. 383., str. 535, Rbr. 39. U hrvatskome pravu, akademik Barbić svrstava fondove bez pravne osobnosti u isključive imovinske zajednice, kao što je još i zaklada. Vidi: Barbić, J., op. cit. u bilj. 551., str. 135.

⁵⁵⁴ Tako i za njemačko pravo: Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 149.

⁵⁵⁵ Točnije, ako prosječna dnevna neto vrijednost imovine UCITS fonda s javnom ponudom padne ispod 5.000.000,00 kuna tijekom 3 uzastopna kalendarska mjeseca, a nije započeti postupak pripajanja toga UCITS fonda nekom drugom UCITS fondu (čl. 315. st. 1. t. 3. ZOIFJP).

3. ULOGA DEPOZITARA U UCITS FONDOVIMA

Depozitar obavlja poslove unutar investicijskog trokuta na temelju sklopljenog ugovora o obavljanju poslova depozitara,⁵⁵⁶ a kojeg depozitar, uz prethodnu suglasnost HANFE, sklapa s društvom za upravljanje. Sadržaj tog ugovora mahom je određen prisilnim propisima ZOIFJP-a. Svaki UCITS fond mora imati depozitara, i to samo jednog depozitara.⁵⁵⁷ U protivnom dolazi do likvidacije UCITS fonda.⁵⁵⁸ Pravni odnosi depozitara prema društvu za upravljanje i ulagateljima obrađeni su u prethodnom dijelu ove knjige.

Cilj ove knjige jest odrediti ulogu depozitara u UCITS fondovima kroz poslove koje se obvezao preuzeti, te ispitati odnos između depozitara i društva za upravljanje iz perspektive njihove uloge da djeluju u interesu ulagatelja (i štite integritet zasebne imovine fonda). Posebice će se obraditi okolnosti koje u odnosu između ulagatelja i depozitara predstavljaju izvor sukoba interesa, te staviti navedeno u širi kontekst, s obzirom na to da je jedan od osnovnih ciljeva EU zakonodavca zaštititi male ulagatelje (*retail investors*), koji mahom i jesu ulagatelji UCITS fondova (preko 90 %). Postizanje tog cilja izravno utječe na vraćanje povjerenja ulagatelja u europsko tržište kapitala, što posredno utječe i na poticanje gospodarskog razvoja u državama članicama EU-a.

3.1. Ovlaštene osobe za obavljanje poslova depozitara UCITS fondova u Republici Hrvatskoj

ZOIFJP određuje depozitara kao kreditnu instituciju ili podružnicu kreditne institucije kojoj su povjerene dužnosti depozitara.⁵⁵⁹ UCITS III Direktiva o upravljanju prva je odredila pojam depozitara. To je *bilo koja institucija* koja obavlja poslove depozitara i na koju se primjenjuju odgovarajuće odredbe spomenute direktive.⁵⁶⁰ Sama definicija nije se promijenila ni u UCITS IV Direktivi.⁵⁶¹ Državama članicama EU-a prepušteno je odrediti koje kategorije

⁵⁵⁶ Čl. 213. st. 3. ZOIFJP.

⁵⁵⁷ Čl. 213. st. 7. ZOIFJP.

⁵⁵⁸ Čl. 315. st. 1. t. 2. ZOIFJP-a. ZIF 05 dopuštao je da otvoreni fond rizičnoga kapitala s privatnom ponudom ne mora imati depozitara (čl. 196. st. 2. ZIF 05). Pri tome ZIF 05 nije odredio tko bi fondu, tj. društvu za upravljanje pružao usluge administriranja i pohranjivanja financijskih instrumenata. Prema ZAIF-u, svi alternativni investicijski fondovi moraju imati depozitara ili glavnog brokera koji ujedno obavlja i poslove depozitara (čl. 228. st. 1. i 228. st. 7. ZAIF-a), što je u skladu s AIFM Direktivom koja predviđa da svi alternativni fondovi moraju imati depozitara, bilo kreditnu instituciju ili, tzv. *prime brokera* (čl. 21. AIFM).

⁵⁵⁹ Čl. 3. st. 1. t. 7. ZOIFJP-a. ZIF 05 je sadržavao detaljniju definiciju, gdje je u čl. 196. st. 2. odredio depozitnu banku kao banku koju „izabire društvo za upravljanje i koja, na temelju ugovora s društvom za upravljanje i po njegovom nalogu, obavlja poslove depozitar određene ovim Zakonom“.

⁵⁶⁰ Čl. 1. st. 1. UCITS III Direktive o upravljanju.

⁵⁶¹ Vidi čl. 2. st. 1. UCITS IV Direktive.

institucija mogu obavljati poslove depozitara.⁵⁶² Pritom su postavljeni samo općeniti kriteriji da depozitar mora biti institucija koja podliježe bonitetnoj regulativi i kontinuiranom nadzoru, te koja mora imati zadovoljavajuća jamstva koja omogućuju da učinkovito obavlja poslove depozitara.⁵⁶³ Ovakvo je rješenje dovelo do toga da su države članice EU-a usvojile različita rješenja o tome koja „institucija“ može djelovati kao depozitar te koje kriterije mora ispunjavati.⁵⁶⁴ U studiji koju je CESR proveo u siječnju 2010. godine,⁵⁶⁵ pokazalo se da postoje države članice EU-a u kojima kao depozitari mogu djelovati i pravne osobe koje nisu niti kreditna institucija, niti investicijsko društvo.⁵⁶⁶ Ta neujednačenost po pitanju ovlaštenih osoba za obavljanje poslova depozitara dovodi u pitanje pravnu sigurnost i stvara različite razine zaštite ulagatelja.⁵⁶⁷ Posebice se to odnosi na različite kapitalne zahtjeve koje moraju ispunjavati institucije koje obavljaju poslove depozitara, koji su u funkciji pokrića za obveze depozitara prema UCITS fondu kao i na okolnost da te institucije nisu nadzirane u istoj mjeri. Postojanje različite razine zaštite ulagatelja u državama članicama EU-a upravo je suprotno cilju UCITS zakonodavstva.

Upravo iz tog razloga, u UCITS V Direktivi, poseban se naglasak stavilo na pitanje koja institucija može obavljati poslove depozitara (*eligible depositary*). Prije donošenja UCITS V Direktive, razmatrana su četiri moguća rješenja. Prvo je zadržati postojeće rješenje prema kojem je odabir institucije koja može obavljati poslove depozitara i određivanje kapitalnih zahtjeva za depozitara u nadležnosti države članice EU-a. Drugo je rješenje sastaviti zatvorenu listu osoba, tj. kreditnih institucija i investicijskih društava koje bi bile ovlaštene

⁵⁶² Ovo je pravo dano u nadležnost država članica EU-a još 1985., u UCITS I Direktivi (čl. 8. st. 3.). Potvrđuje se i u UCITS IV Direktivi (čl. 23. st. 3.).

⁵⁶³ Čl. 23. st. 2. UCITS IV Direktive. Navodi se, tzv. „... *financial and professional guarantees to be able effectively to pursue its business as depositary and meet the commitments inherent in that function*“.

⁵⁶⁴ Vidi str. 15 u Commission Staff Working Document, Impact Assessment, Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions, SWD (2012) 185 final, 3. 7. 2012., <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012SC0185&from=EN> (1.10.2013.) (dalje u tekstu: Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V).

⁵⁶⁵ Committee of European Securities Regulators, Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries, CESR/09-175, January 2010., http://www.esma.europa.eu/system/files/10_175.pdf (9.5.2013.) (dalje u tekstu: Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries).

⁵⁶⁶ Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries, op. cit. u bilj. 565. Prema provedenom istraživanju CESR-a 2010. države članice EU-a koje su predviđale da depozitari mogu biti samo kreditne institucije ili njihove podružnice osnovane u toj državi su: Austrija, Bugarska, Češka, Danska, Njemačka, Grčka, Italija, Latvija, Litva, Luksemburg, Poljska, Portugal, Rumunjska, Slovačka, Slovenija, Švedska. Države članice EU-a koje su predviđale da pored kreditnih institucija, poslove depozitara mogu obavljati i investicijska društva su: Belgija, Estonija i Mađarska. U kategoriju država članica koje su predviđale da depozitari mogu biti i druge pravne osobe, pored kreditnih institucija i investicijskih društava su: Cipar, Finska, Francuska, Irska, Malta, Nizozemska, Španjolska i Velika Britanija.

⁵⁶⁷ Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries, op. cit. u bilj. 565., str. 15.

obavljati poslove depozitara, uz određivanje minimalnog temeljnog kapitala od 5 milijuna eura za kreditne institucije i 125000 eura za investicijska društva. Treće se rješenje sastojalo u tome da se prihvati prethodno rješenje uz uvođenje mogućnosti, tzv. „*grandfathering clause*“. Na taj način bi se depozitarima UCITS fondova koji nisu na zatvorenoj listi depozitara dalo dodatno vrijeme (u trajanju od primjerice dvije godine) u kojima bi se oni bili dužni restrukturirati u kreditnu instituciju ili investicijsko društvo koja raspolaže potrebnim odobrenjima, pa bi tako postali ovlašteni depozitari. Četvrto je rješenje dopustiti isključivo kreditnim institucijama da obavljaju poslove depozitara za UCITS fondove, gdje se kao minimalni temeljni kapital zahtijeva 5 milijuna eura.⁵⁶⁸ Europski se zakonodavac odlučio za treće rješenje argumentiravši to potrebom poticanja tržišnog natjecanja u sferi pružanja investicijskih usluga. Onima koji u trenutku stupanja na snagu UCITS V Direktive ne ispunjavaju te uvjete daje se dovoljno vremena da se restrukturiraju u kreditne institucije ili u investicijska društva.⁵⁶⁹

Dakle, UCITS V Direktiva predviđa da depozitar može biti nacionalna središnja banka,⁵⁷⁰ kreditna institucija,⁵⁷¹ ili drugi pravni subjekt pod uvjetima iz čl. 23. st. 2.c UCITS V Direktive.⁵⁷² Također, UCITS V Direktiva izrijeком predviđa da subjekti u potonjoj kategoriji podliježu bonitetnim propisima i stalnom nadzoru, uz ispunjenje minimalnih zahtjeva⁵⁷³ kojima se te pravne subjekte nastoji približiti uvjetima koje su kreditne institucije dužne ispunjavati. Depozitar UCITS fondova ne može biti fizička osoba.

⁵⁶⁸ Vidi Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 29-30.

⁵⁶⁹ Vidi Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 32-33. Zauzeti stav podržava i Europska središnja banka. Vidi: Opinion of the European Central Bank of 11 January 2013 on a proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions (CON/2013/4), OJ C 96, 4.4.2013, str. 18–21 (dalje u tekstu: Opinion of the European Central Bank).

⁵⁷⁰ Čl. 23. st. 2.a UCITS V Direktive.

⁵⁷¹ Čl. 23. st. 2.b UCITS V Direktive. Istim se člankom traži da je ta kreditna institucija dobila odobrenje za rad u skladu s Direktivom 2013/36/EU (Direktiva 2013/36/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o pristupanju djelatnosti kreditnih institucija i bonitetnom nadzoru nad kreditnim institucijama i investicijskim društvima, izmjeni Direktive 2002/87/EZ te stavljanju izvan snage direktiva 2006/48/EZ i 2006/49/EZ, SL L 176, 27.06.2013, str. 338–436).

⁵⁷² Prvi je uvjet da taj pravni subjekt ima odobrenje za obavljanje poslova depozitara koje je izdalo nadležno tijelo države članice tog pravnog subjekta. Drugi je uvjet da podliježe zahtjevima adekvatnosti kapitala u skladu s čl. 315. ili čl. 317. Uredbe br. 575/2013. Treći je uvjet da ima regulatorni kapital koji nije niži od temeljnog kapitala iz čl. 28. st. 2. Direktive 2013/36/EU, a koji iznosi 730 000 eura.

⁵⁷³ Čl. 23. st. 2.c UCITS V Direktive izrijeком navodi minimalne zahtjeve koje subjekti koji spadaju u kategoriju „drugih pravnih subjekata“ moraju ispuniti. To su da ima: potrebnu infrastrukturu za obavljanje poslova skrbništva financijskih instrumenata, odgovarajuće postupke za usklađivanje (*compliance*) s obvezama depozitara iz UCITS V Direktive, mehanizme unutarnje kontrole, postupke za sprječavanje sukoba interesa i drugo.

Rok unutar kojeg se postojeći depozitari koji ne zadovoljavaju uvjete moraju uskladiti ili istekom kojeg društvo za upravljanje treba izabrati novog depozitara koji ispunjava uvjete iz UCITS V Direktive izrijekom je određen na 18. ožujka 2016.

Kako depozitari nemaju, tzv. europsku putovnicu za obavljanje depozitarnih poslova,⁵⁷⁴ kao što to imaju društva za upravljanje, UCITS IV Direktivom je određeno da depozitar mora imati sjedište ili biti osnovan u državi članici gdje je UCITS fond i registriran.⁵⁷⁵

ZOIFJP propisuje da depozitar UCITS fonda može biti isključivo *kreditna institucija sa sjedištem u Republici Hrvatskoj*, koja ima odobrenje Hrvatske narodne banke (dalje u tekstu: HNB) za obavljanje poslova pohrane i administriranja financijskih instrumenata za račun klijenata, što mora uključivati i poslove skrbništva i s tim povezane usluge,⁵⁷⁶ *podružnica kreditne institucije države članice EU* pod uvjetom da je osnovana u Republici Hrvatskoj u skladu s odredbama ZKI-a, te da ima odobrenje HNB-a za obavljanje poslova pohrane i administriranja financijskih instrumenata za račun klijenata, što mora uključivati i poslove skrbništva i s tim povezane usluge⁵⁷⁷ ili *podružnica kreditne institucije iz treće države* pod uvjetom da je osnovana u Republici Hrvatskoj u skladu s odredbama ZKI-a te da ima odobrenje HNB-a za obavljanje poslova pohrane i administriranja financijskih instrumenata za račun klijenata, što mora uključivati i poslove skrbništva i s tim povezane usluge.⁵⁷⁸ Isto je rješenje usvojeno i za depozitare alternativnih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj.⁵⁷⁹ Za usporedbu, ZIF 05 je predviđao da depozitar, tj. depozitna banka može biti samo banka sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, uz odobrenje HNB-a.⁵⁸⁰ Dakle, ZOIFJP je detaljnije uredio ovo pitanje, te proširio krug osoba koje mogu obavljati poslove depozitara u Republici Hrvatskoj, što je u skladu s novim položajem Republike Hrvatske, kao države članice EU-a.

⁵⁷⁴ U konzultacijama koje je 2009. godine proveo CESR, većina je ispitanika dala pozitivno mišljenje da je potrebno stvoriti regulatorni okvir koji bi dopustio stvaranje tzv. europske putovnice za depozitare. Svakako je harmonizacija pitanja vezanog uz pravni status, ulogu i režim odgovornosti depozitara preduvjet za njeno uvođenje. Vidi European Commission, Internal Market nad Services DG, Feedback Statement – Summary of responses to UCITS depositaries consultation paper, 15. 09. 2009., http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/ucits/feedback_statement_en.pdf (4.4.2014) (dalje u tekstu: Summary of responses to UCITS depositaries consultation paper), str. 24. Međutim, stvaranje europske putovnice depozitara ipak nije ušlo u tekst UCITS V Direktive, te je to pitanje ostavljeno eventualnim daljnjim izmjenama UCITS zakonodavstva. U tom smislu, prvi korak EU zakonodavca prema novoj reformi UCITS zakonodavstva smatraju se provedene konzultacije u 2012. godini, i to nakon što je već izrađen tekst prijedloga UCITS V Direktive. U tim se konzultacijama izravno spominje stvaranja europske putovnice depozitara. Vidi Consultation Document UCITS – Product Rules, op. cit. u bilj. 10.

⁵⁷⁵ Čl. 23. st. 1. UCITS IV Direktive.

⁵⁷⁶ Čl. 213. st. 2. t. 1. ZOIFJP.

⁵⁷⁷ Čl. 213. st. 2. t. 2. ZOIFJP.

⁵⁷⁸ Čl. 213. st. 2. t. 3. ZOIFJP.

⁵⁷⁹ Čl. 228. st. 2. ZAIF.

⁵⁸⁰ Čl. 49. st. 2. ZIF 05.

ZKI definira uvjete za osnivanje i poslovanje rada kreditnih institucija. Definicija kreditne institucije preuzeta je iz čl. 4. st. 1. t. 1. Uredbe 575/2013, gdje se označava kao „društvo čija je djelatnost primanje depozita ili ostalih povratnih sredstava od javnosti te odobravanje kredita za vlastiti račun“. Kreditna institucija sa sjedištem u Republici Hrvatskoj može se osnovati kao banka, štedna banka ili stambena štedionica.⁵⁸¹ Nadzor nad kreditnim institucijama provodi HNB,⁵⁸² ali kada kreditna institucija djeluje u svojstvu depozitara, tada nadzor nad poslovima koje obavlja u svojstvu depozitara može obavljati HANFA samostalno ili u suradnji s HNB-om.⁵⁸³

Uz uvjete koje svaka kreditna institucija mora zadovoljavati, ZOIFJP propisuje da kada djeluje u svojstvu depozitara UCITS fonda, mora ispunjavati i dodatne organizacijske i tehničke uvjete,⁵⁸⁴ koji su razrađeni u čl. 4.-5. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.⁵⁸⁵ U okviru organizacijskih uvjeta, depozitar je dužan izraditi i redovito ažurirati interne akte, gdje smatramo potrebnim istaknuti interni akt o fizičkoj razdvojenosti organizacijske jedinice koja obavlja poslove depozitara unutar kreditne institucije od ostalih organizacijskih jedinica.⁵⁸⁶ Na taj način se dosljedno provodi u život (ili oživotvoruje) načelo da depozitar treba obavljati svoje poslove u isključivom interesu ulagatelja, što je posebice važno ako depozitar usporedno s time pruža i usluge investicijskog savjetnika, te prodajnog zastupnika koji nudi udjele UCITS fonda za koje istodobno obavlja poslove depozitara.

HANFA mora odobriti svaki izbor ili promjenu depozitara od strane društva za upravljanje.⁵⁸⁷ Člankom 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara propisano je što mora

⁵⁸¹ Čl. 5. st. 1. ZKI.

⁵⁸² Čl. 184. st. 1. ZKI.

⁵⁸³ Čl. 354. st. 5. ZOIFJP. HANFA može depozitaru izreći sljedeće nadzorne mjere: davati preporuke upravi depozitara, davati opomenu, naložiti otklanjanje nezakonitosti i nepravilnosti, te oduzeti izdanu suglasnost na izbor depozitara (čl. 356. st. 1. ZOIFJP). Pored ovih nadzornih mjera, HANFA je depozitaru ovlaštena izricati i prekršajne sankcije, gdje su u čl. 380. i čl. 381. ZOIFJP-a regulirane sankcije za teže i lakše prekršaje depozitara.

⁵⁸⁴ Čl. 213. st. 4. ZOIFJP.

⁵⁸⁵ Što se tiče tehničkih uvjeta, čl. 5. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara propisuje da depozitar mora minimalno imati: 1. adekvatan informacijski sustav, 2. programsku podršku za obavljanje poslova depozitara, 3. uspostavljene komunikacijske veze za primanje uputa i opću komunikaciju s klijentima putem SWIFT-a, telefaksa, telefona i interneta, te 4. uspostavljene pisane postupke za primanje uputa klijenata za raspolaganje financijskim instrumentima i novčanim sredstvima.

⁵⁸⁶ Čl. 4. st. 1. t. 3. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Depozitar je također dužan donijeti interne akte kojima se uređuje: unutrašnji organizacijski ustroj jedinice koja obavlja poslove depozitara, te međusobni odnos i način komunikacije, protoka informacija i podataka između te organizacijske jedinice i drugih dijelova depozitara; sistematizacija radnih mjesta organizacijske jedinice koja obavlja poslove depozitara sa pojedinim radnim zadacima, odgovornostima i ovlaštenjima; način obavljanja poslova depozitara iz članka 215. ZOIFJP-a; sustav interne kontrole koji osigurava poštovanje internih odluka i postupaka, te način osiguravanja sigurnosti, cjelovitosti i tajnosti podataka, vodeći računa o njihovoj vrsti.

⁵⁸⁷ Čl. 214. st. 1. ZOIFJP.

sadržavati zahtjev društva za upravljanje prema HANFI za dobivanje suglasnosti na izbor depozitara.⁵⁸⁸

Vezano uz porezni tretman depozitara, dok su na razini EU-a, društva za upravljanje investicijskim fondovima oslobođena od plaćanja poreza na dodanu vrijednost,⁵⁸⁹ to se oslobođenje ne odnosi na depozitare, tj. kreditne institucije kada pružaju usluge depozitara investicijskih fondova.⁵⁹⁰ Svrha oslobođenja društava za upravljanje od obveze plaćanja PDV-a jest postizanje porezne neutralnosti, gdje ulagatelji trebaju biti izjednačeni u poreznom tretmanu glede izbora hoće li izravno ulagati u financijske instrumente ili kroz investicijske fondove kao oblike kolektivnog ulaganja.⁵⁹¹ Dakle, poslovi koje obavlja depozitar nisu iznimka od obveze plaćanja PDV-a.

⁵⁸⁸ Tako pisani zahtjev za izdavanje suglasnosti na izbor depozitara mora sadržavati: tvrtku i sjedište depozitara u Republici Hrvatskoj, ili tvrtku i sjedište osnivača podružnice u državi članici, te tvrtku i sjedište podružnice u Republici Hrvatskoj (glavne i svih ostalih, ako ih ima više), ili za depozitara iz članka 213. st. 2. t. 3. – tvrtku i sjedište osnivača podružnice u trećoj državi, te tvrtku i sjedište podružnice u Republici Hrvatskoj (glavne i svih ostalih, ako ih ima više), ime i prezime, OIB i stupanj obrazovanja upravitelja depozitara, kontakt podatke depozitara, datum podnošenja zahtjeva, potpis osoba ovlaštenih za zastupanje društva za upravljanje i presliku pečata društva za upravljanje. Članak 2. st. 2. Pravilnika propisuje da je uz zahtjev potrebno još i priložiti: 1. ugovor o obavljanju poslova depozitara i cjenik za obavljanje poslova depozitara, ako cjenik ne čini sastavni dio ugovora, 2. za depozitara koji je kreditna institucija sa sjedištem u Republici Hrvatskoj – presliku izvotka iz sudskog registra, 3. za depozitara koji je podružnica kreditne institucije države članice i iz treće države osnovana u Republici Hrvatskoj – presliku izvotka iz sudskog registra za podružnicu, te presliku izvotka iz odgovarajućeg registra države članice, odnosno treće države za osnivača podružnice, 4. za depozitara koji je kreditna institucija sa sjedištem u Republici Hrvatskoj i podružnica kreditne institucije treće države osnovana u Republici Hrvatskoj – presliku odobrenja za rad depozitara koje je izdala Hrvatska narodna banka, 5. za depozitara koji je podružnica kreditne institucije države članice – izvornik odobrenja za rad depozitara koje je izdalo nadležno tijelo države članice, 6. izjavu depozitara da ne postoje zakonske prepreke u smislu personalne razdvojenosti društva za upravljanje i depozitara, tj. da je poštovan čl. 219. st. 4. i 219. st. 5. ZOIFJP-a, 7. potvrdu depozitara iz koje proizlazi da upravitelj depozitara zadovoljava uvjete iz članka 213. st. 5. ZOIFJP-a u odnosu na odgovarajuće iskustvo, 8. dokaze o ispunjenim organizacijskim i tehničkim zahtjevima za obavljanje poslova depozitara u skladu sa ZOIFJP-om i čl. 4. i 5. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda, 9. presliku pozitivnog mišljenja o reviziji financijskih izvještaja depozitara za tri posljednje poslovne godine, sukladno propisima koji uređuju financijske izvještaje, 10. dokaz o uplaćenju naknadi i administrativnoj pristojbi, te 11. dodatnu dokumentaciju na zahtjev HANFE.

⁵⁸⁹ Isto je rješenje implementirano i u pravu Republike Hrvatske. Vidi čl. 40. st. 1.g. Zakona o porezu na dodanu vrijednost (NN 73/13, 148/13) i čl. 70. Pravilnika o porezu na dodanu vrijednost (NN 79/13, 85/13, 160/13, 35/14). Valja napomenuti da se oslobađanje od plaćanja PDV-a odnosi na društva za upravljanje neovisno o tome upravljaju li otvorenim ili zatvorenim investicijskim fondovima. Ovakvo je rješenje posljedica implementacije Sixth Council Directive 77/388/EEC of 17 May 1977 on the harmonization of the laws of the Member States relating to turnover taxes - Common system of value added tax: uniform basis of assessment, OJ L 145, 13.6.1977, str. 1–40 (dalje u tekstu: Sixth Council Directive 77/388/EEC). U čl. 13B(d) t. 6. ove direktive, kao iznimka od režima PDV-a (*value added tax*), navode se „*management of special investment funds as defined by Member States*“.

⁵⁹⁰ Pred Sudom Europske unije, u predmetu *C-169/04, Judgement of 4.5.2006, Abbey National plc, Inscap Investment Fund v Commissioners of Customs & Excise*, postavilo se pitanje jesu li i depozitari, poput društva za upravljanje investicijskim fondovima, izuzeti od općeg sustava poreza na dodanu vrijednost kakav je predviđen u čl. 13B(d) t. 6. Sixth Council Directive 77/388/EEC. U obrazloženju presude, sud je analizirao navedeni članak, te je došao da zaključka da njime nisu obuhvaćene funkcije koje obavlja depozitar za investicijske fondove. Usluge koje pruža depozitar u ovom kontekstu nije smatrao poslovima upravljanja investicijskim fondovima (par. 65 u predmetu C-169/04).

⁵⁹¹ Vidi par. 62 u predmetu C-169/04.

Valja zaključiti da je hrvatski zakonodavac propisao uvjete za depozitara UCITS fondova u skladu s najnovijim inicijativama na EU razini. Određenje prema kojem poslove depozitara UCITS fondova mogu obavljati samo kreditne institucije i njihove podružnice u skladu je s ciljem ostvarenja što potpunije zaštite ulagatelja, jer se tako nastoje smanjiti rizici na strani depozitara kao što su kreditni rizik, rizik likvidnosti i operativni rizik koji se smatraju najvećim rizicima na strani subjekta koji ulagateljima pruža usluge skrbništva nad financijskim instrumentima,⁵⁹² a što je za kreditne institucije strože uređeno no za druge financijske posrednike, kao što su, primjerice, tzv. *prime brokeri*.

3.2. Zaštitna uloga depozitara prema ulagateljima u investicijskom trokutu

Glavna hipoteza ove disertacije jest da je depozitar uveden u investicijski trokut kako bi štitio interese ulagatelja. ZOIFJP je izrijeком odredio da je depozitar dužan djelovati „isključivo u interesu ulagatelja u UCITS fondove za koje obavlja poslove depozitara“.⁵⁹³ Ta zadaća obvezuje depozitara i na potrebu zaštite ulagatelja od vlastitih depozitarevih interesa kao i od interesa koje ima društvo za upravljanje. Međutim, samo isticanje ovog načela ne daje odgovor na pitanje štiti li depozitar zaista interese ulagatelja niti opisuje način na koji je to dužan provoditi.

Ispitivanje zaštitne uloge depozitara u investicijskom trokutu započet će se s razradom situacija koje predstavljaju izvor sukoba interesa između depozitara i ulagatelja. Tek razumjevši potencijalne izvore sukoba interesa, možemo odgovoriti na pitanje jesu li ZOIFJP-om u dovoljnoj mjeri predviđeni odgovarajući mehanizmi za njegovo sprječavanje. Izvori sukoba između depozitara i ulagatelja višestruki su. Oni potječu primarno od položaja koji depozitar ima na tržištu kapitala, s obzirom na to da ima pristup informacijama koje ulagateljima nisu dostupne. Drugi izvor sukoba interesa je odnos kapitalne povezanosti između depozitara i društva za upravljanje. Ako ona postoji time se ozbiljno dovodi u pitanje mogu li društvo za upravljanje i depozitar djelovati nezavisno jedan od drugoga, pogotovo ako između njih postoji odnos vladajućeg i ovisnog društva. Također, ako depozitar ima ulogu

⁵⁹² Za razradu navedenih rizika na strani skrbnika, koji se posljedično odražavaju i na položaju ulagatelja vidi Tepeš, N., *Skrbništvo nad financijskim instrumentima i sustav zaštite ulagatelja*, Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala, Zagreb, 2013., str. 399. Također, u smjeru smanjenja izloženosti ulagatelja ovim rizicima ide i opisana rasprava EU zakonodavca o određenju minimalnog temeljnoga kapitala depozitara, posebice kada investicijska društva pružaju usluge depozitara. Kako u Republici Hrvatskoj depozitari mogu biti samo kreditne institucije i njihove podružnice, može se zaključiti da je trenutačno rješenje anticipatorno zadovoljilo i uvjete o predloženom minimalnom temeljnom kapitalu za depozitara (vidi odredbe o inicijalnom kapitalu za kreditne institucije u čl. 19. ZKI-a).

⁵⁹³ Čl. 213. st. 8. ZOIFJP.

prodajnog zastupnika udjela UCITS fonda za koji ujedno obavlja i poslove depozitara, njegovi interesi se nužno ne podudaraju s interesima ulagatelja u UCITS fondove, a praksa odabira depozitara kao prodajnog zastupnika razmjerno je česta i u Republici Hrvatskoj i u usporednim pravnim porecima.

Nakon analize izvora sukoba interesa između ulagatelja i depozitara, pristupit će se analizi odredbi ZOIFJP-a koje su namijenjene sprječavanju sukoba interesa u okviru investicijskog trokuta i ocijeniti pružaju li odredbe ZOIFJP-a učinkovitu zaštitu ulagateljima u odnosu na depozitara i društvo za upravljanje. Tako će se analizirati obveza depozitara da djeluje u isključivom interesu ulagatelja, dužnost depozitara da djeluje nezavisno društvu za upravljanje kroz zahtjeve ZOIFJP-a za organizacijskom i personalnom razdvojenosti, te dužnost depozitara da poslove depozitara ustrojstveno odvoji od ostalih poslova koje obavlja kao kreditna institucija s naglaskom na poslove prodajnog zastupnika udjela UCITS fonda i investicijskog savjetovanja potencijalnih ulagatelja UCITS fonda.

Ulagatelji se u okviru investicijskog trokuta štite i zahtjevom da se zasebna imovina UCITS fonda odvojeno drži od imovine depozitara i društva za upravljanje. Na to se nadovezuje nemogućnost namirenja vjerovnika depozitara i društva za upravljanje na zasebnoj imovini UCITS fonda. K tome zasebna imovina UCITS fonda ne bi smjela biti dijelom stečajne ili likvidacijske mase depozitara, odnosno društva za upravljanje.⁵⁹⁴

3.2.1. Izvori sukoba interesa između depozitara i ulagatelja

Izvor sukoba interesa između depozitara i ulagatelja nije *prima facie* uočljiv. S obzirom na to da ulagatelji nisu u ugovornom pravnom odnosu s depozitarom, već s društvom za upravljanje, čini se da sukob interesa postoji gotovo isključivo u odnosu između ulagatelja i društva za upravljanje, a ne između depozitara i ulagatelja. Međutim, analizom povezanosti između depozitara i društva za upravljanje, kao i položaja depozitara na tržištu kapitala dobiva se drukčija slika.

U nastavku će se analizirati izvori sukoba interesa između depozitara i ulagatelja kroz položaj depozitara na tržištu kapitala, kapitalnu povezanost između depozitara i društva za upravljanje, te ulogu depozitara kao prodajnog zastupnika udjela UCITS fonda za koji ujedno obavlja i poslove depozitara.

⁵⁹⁴ Ta su pitanja prethodno obrađena u poglavlju 2.4.3.

3.2.1.1. *Pristup informacijama i položaj depozitara na tržištu kapitala*

Depozitar, kao što je prethodno izloženo, može u Republici Hrvatskoj biti samo kreditna institucija ili podružnica kreditne institucije pod uvjetima određenim ZOIFJP-om. Kreditne institucije, tj. banke smatraju se jednim od glavnih čimbenika u razvoju ekonomija suvremenih svjetskih i europskih država.⁵⁹⁵ Zakonodavna aktivnost koja je omogućila internacionalizaciju tržišta kapitala i pojavu raznih kompleksnih financijskih proizvoda, pridonijela je snažnom razvoju bankarskog sektora na tržištu kapitala.⁵⁹⁶ Stoga se danas banke smatraju jednim od glavnih aktera na tržištu kapitala, i to jednako kada nastupaju kao ulagatelji u financijske proizvode na tržištu kapitala ili kada na tržištu kapitala nude financijske usluge kao financijski posrednici.⁵⁹⁷ Pri tomu, uloga banaka i drugih financijskih posrednika na tržištu kapitala pojedine države raste što je država bogatija, odnosno njeno gospodarstvo razvijenije.⁵⁹⁸

Banke imaju ključnu ulogu u financijskom posredništvu u okviru kojega ulagateljima omogućuju pristup kompleksnim financijskim instrumentima koji se nude na tržištu kapitala i nude im različite financijske usluge. Tako se ulagatelji u odnosu na banku istovremeno mogu pojavljivati kao ulagatelji UCITS fonda, klijenti usluge investicijskog savjetovanja,

⁵⁹⁵ Važnost veze između bankarstva i ekonomskog razvoja suvremenih država može se jasno pratiti u novijem dobu kroz ulogu banke u procesu industrijalizacije u 19. stoljeću, gdje je industrijalizacija jedan od najvažnijih čimbenika razvoja ekonomija današnjih država. Više, o tzv. „Gerschenkron“ hipotezi koju je razvio Alexander Gerschenkron prema kojoj je bankarski sustav, iako ne kao jedini element, izvršio ključan utjecaj na razvoj industrijalizacije u određenim fazama razvoja različitih europskih država, vidi: Cameron, R. (ur.), *Banking and Economic Development*, Oxford, 1972., str. 9 i dalje. Neizvjesno je da bankarski sustav značajno utječe na gospodarstva današnjih država. Taj utjecaj može biti pozitivan, što se u pravilu navodi kao poticaj razvoju gospodarstva pružanjem usluga raznim oblicima financiranja gospodarskih subjekata, ili može biti negativan što je jasno vidljivo iz recentne financijske krize iz 2008. godine. O negativnom utjecaju banaka u recentnoj financijskoj krizi i reakciji država EU-a i SAD-a koje su radi održanja financijskog sustava, uglavnom izabrale model „spašavanja“ prezaduženih banaka kroz, tzv. „injekcije kapitala“ vidi: Onaran, Y., *Zombie Banks, How Broken Banks and Debtor Nations are Crippling the Global Economy*, New Jersey, 2012. Također vidi općenito: Aikman, J. S., *When Prime Brokers Fail, The Unheeded Risk to Hedge Funds, Banks, and the Financial Industry*, New Jersey, 2010.

⁵⁹⁶ Banke su upravo u sektoru tržišta kapitala počele ostvarivati visoke prihode što ih je potaknulo na visoko rizična ulaganja i ulaganja radi visokih rata povrata uloženoga (*high return investments*). Vidi: Welfens, P. J. J., *Banks, Capital Markets, R&D and Economic Growth in Europe*, u Welfens, P. J. J., Wolf, H. C. (ur.), *Banking, International Capital Flows and Growth in Europe*, Berlin, 1997., str. 22 i dalje.

⁵⁹⁷ Pri tomu kreditne institucije pružaju čitav niz financijskih usluga. Vidi čl. 8 ZKI-a. O ulozi kreditne institucije na tržištu kapitala vidi općenito u Macneil, I. G., op. cit. u bilj. 43., str. 434 i dalje. Također, vidi općenito: Stowell, D. P., *Investment Banks, Hedge Funds and Private Equity*, Oxford, 2013.; Scott-Quinn, B., *Commercial and Investment Banking and the International Credit and Capital Markets, A Guide to the Global Finance Industry and Its Governance*, Hampshire, 2012.; Rolland, G., *Market Players, A Guide to the Institutions in Today's Financial Markets*, Chichester, 2011.

⁵⁹⁸ Vidi o tomu u Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., *Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*, u Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (ur.), *Financial Structure and Economic Growth, A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, Cambridge, 2001.

upravljanja individualnim portfeljem i klijenti drugih financijskih usluga koje pružaju banke.⁵⁹⁹

Osim ulažući izravno, mali ulagatelji pristupaju tržištu kapitala i ulažući u kolektivne oblike ulaganja kao što su UCITS fondovi. Ulagatelji UCITS fonda mahom su mali ulagatelji (tzv. *retail investors*) koji s jedne strane nemaju dovoljno znanja za razumijevanje iznimno složenih financijskih transakcija te koji s druge strane u pravilu nisu upoznati s kretanjima na tržištu kapitala.⁶⁰⁰ Prednost koju malim ulagateljima daju kolektivni oblici ulaganja jest i diversifikacija portfelja financijskih instrumenata u koje oni ulažu koju posredno ostvaruju ulažući u UCITS fondove. Tu raznovrsnost portfelja oni u pravilu ne bi mogli postići samostalno ulažući svoj kapital, pa to kolektivne oblike ulaganja čini i dalje povoljnijim i barem načelno manje rizičnim za male ulagatelje.⁶⁰¹

Međutim, i u okviru ulaganja u UCITS fondove prisutan je isti element kao i kod drugih oblika ulaganja u financijske proizvode na tržištu kapitala, a to je asimetrična informiranost između ponuditelja financijskih proizvoda ili financijskog posrednika i ulagatelja kao njihovog klijenta.⁶⁰²

Asimetrična informiranost izvorno je povezana s doktrinom „*agency relationship*“. Radi se o takvom odnosu (koji u širem smislu obuhvaća posredništvo, zastupanje i odnose iz punomoći u hrvatskome pravu), koji postoji kada god se određeni pojedinac oslanja na

⁵⁹⁹ Općenito o razvoju financijskog posredništva u državama članicama EU-a s naglaskom na ulogu banke u financijskom posredništvu u „novijim“ državama članicama EU-a vidi Pilkova, A., Pätöprsty, V., *Deepening Financial Intermediation in the New Europe: The Role of Banks*, u Masciandaro, D. (ur.), *Financial Intermediation in the New Europe, Banks, Markets and Regulation in EU Accession Countries*, Cheltenham/Northampton, 2004. O strukturi ulaganja malih ulagatelja kroz, tzv. „households' portfolios“ i ulogu banke u tome vidi: Giraldi, C., Hamaui, R., Rossi, N., *Marketable and non-marketable assets in households' portfolios: a cross-country comparison*, u Conti, V., Hamaui, R. (ur.), *Financial markets' liberalisation and the role of banks*, Cambridge, 1993.

⁶⁰⁰ O pojmu malih ulagatelja (*retail investors*) na razini EU-a vidi razrađeno kod: Moloney, N., op. cit. u bilj. 6., str. 32 i dalje. U širem kontekstu, Preda izlaže razvoj sociološke percepcije kakve osobe ulažu u tržištu kapitala, tj. razvoj percepcije osobe ulagatelja, od špekulatora i kockara do intelektualca koji se služi razvijenim matematičkim i drugim metodama kojima donosi investicijsku odluku. Vidi: Preda, A., *The Investor as a Cultural Figure of Global Capitalism*, u Cetina, K. K., Preda, A. (ur.), *The Sociology of Financial Markets*, Oxford, 2005.

⁶⁰¹ Također, mali ulagatelji, iako imaju volju ulaganja na tržištu kapitala, ovako ne moraju sami trošiti vrijeme na praćenje i na izbor u koje će financijske instrumente izravno uložiti. Pri tomu dolazi u drugi plan činjenica da nema dokaza da društva za upravljanje investicijskim fondovima nadmašuju prosjeke na tržištu kapitala u odnosu na druge ulagatelje prisutne na tom tržištu. Vidi: Mayer, T., Duesenberry, J. S., Aliber, R. Z., *Money, Banking and the Economy*, New York/London, 1987., str. 79.

⁶⁰² Termin „asimetrična informiranost“ (*information asymmetry*) sve se češće javlja u pravnim i ekonomskim tekstovima kojima se analiziraju financijski rizici vezani uz ulaganja na tržištu kapitala. Pod tim se pojmom podrazumijeva problem do kojega dolazi jer davatelj informacija zna više od primatelja informacija, zbog čega se primatelj informacije nalazi u podređenom položaju u odnosu na davatelja informacije. Od asimetrije informacija valja razlikovati nepotpune informacije (*imperfect information*) koje su posljedica toga što davatelj informacija zna manje od onoga što bi bilo idealno za primatelja informacije, tj. od onoga što bi trebao znati. Vidi o tomu u: Cartwright, P., op. cit. u bilj. 42., str. 16. Također, vidi općenito Baldassarri, M., Bagella, M., Paganetto, L. (ur.), *Financial Markets, Imperfect Information and Risk Management*, Hampshire, 2001.

drugoga u izvršenju određenog pravnog posla ili pri obavljanju usluge.⁶⁰³ „Agency problem“ u odnosu između principala i agenta u pravilu nastaje ako principal ne može nadzirati, bilo zbog nedovoljne informiranosti bilo zbog značajnog troška koji je povezan s radnjama nadzora, točnost i potpunost informacija koje mu agent daje. Do asimetrične informiranosti između principala i agenta može doći i zbog toga jer agent zna više o pravnim poslovima ili radnjama koje su mu povjerene na izvršenje.⁶⁰⁴

U ekonomskom smislu, do opisanih odnosa agenture, dolazi i u okviru investicijskog trokuta. S obzirom na to da se principalom smatra stranka koja daje kapital,⁶⁰⁵ ovdje je to ulagatelj u UCITS fond. Na strani agenta nalazi se društvo za upravljanje kojem se povjerava imovina ulagatelja na upravljanje i koji se obvezuje njome upravljati što jasno proizlazi iz ugovora o ulaganju kojeg društvo za upravljanje sklapa sa svakim ulagateljem UCITS fonda. U tom se smislu postavlja pitanje možemo li i depozitara označiti kao agenta u odnosu na ulagatelja.

Neupitno je da između depozitara i ulagatelja ne nastaje ugovorni odnos. Međutim, promatrajući širu sliku investicijskog posla, kako UCITS fond nije samo račun na kojemu se deponiraju novčana sredstva ulagatelja, ulagatelji su (ekonomski gledano) delegirali ovlast upravljanja imovinom UCITS fonda i ovlast pohrane te imovine trećim osobama. U tom smislu društvo za upravljanje jest agent ulagatelja koji upravlja zasebnom imovinom UCITS fonda, a depozitar jest agent ulagatelja koji pohranjuje zasebnu imovinu UCITS fonda za što im ulagatelji plaćaju odgovarajuću naknadu.⁶⁰⁶

Gledano iz položaja ulagatelja prema depozitaru, jasno je da je depozitar u prednosti pred ulagateljem što se tiče poznavanja kretanja na tržištu kapitala i ima spoznaje o mogućnostima kako dalje upotrijebiti pohranjena sredstva koja pripadaju zasebnoj imovini UCITS fonda. S obzirom na to da depozitar kao kreditna institucija pruža i druge financijske usluge, primjerice investicijsko savjetovanje, depozitar može ostvariti dodatnu dobit tako što će svojim klijentima savjetovati u koje investicijske fondove da ulažu, što otvara pitanje koristi li

⁶⁰³ Za razradu kategorija sukoba interesa koji se javljaju između principala i agenta, između ostaloga, i u okviru korporativnog prava, primjerice između članova uprave dioničkog društva, koji se u ekonomskom smislu mogu smatrati agentima dioničara ili samog društva, s vlastitim interesima, vidi: Hopt, K. J., *Trusteeship and Conflicts of Interest in Corporate, Banking and Agency Law: Toward Common Legal Principles for Intermediaries in the Modern Service-Oriented Society*, u Ferrarini, G., Hopt, K. J., Winter, J., Wymeersch, E. (ur.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, 2004.

⁶⁰⁴ Vidi Pratt, J. W., Zeckhauser, R. J., *Principals and Agents: An Overview*, u Pratt, J. W., Zeckhauser, R. J. (ur.), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, 1985., str. 3.

⁶⁰⁵ Vidi Barnea, A., Haugen, R. A., Senbet, L., *Agency Problems and Financial Contracting*, Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 1985., str. 26.

⁶⁰⁶ Tako i za njemačko pravo vidi: Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 96.

depozitar pri tom povlaštene informacije⁶⁰⁷ do kojih je došao temeljem svog položaja depozitara tih investicijskih fondova.

S obzirom na navedeno, između ulagatelja i depozitara postoji izrazita asimetrična informiranost u pogledu zasebne imovine UCITS fonda kao i u pogledu drugih sudionika tržišta kapitala kojima depozitar kao kreditna institucija pruža neke druge financijske usluge ili s kojima je povezan na kapitalnoj ili bilo kojoj drugoj interesnoj osnovi.

Prepoznavši ovaj problem, a radi stvaranja sigurnog financijskog proizvoda za male ulagatelje, te koji bi postupno bivao sve zastupljeniji u odnosu na tradicionalne novčano-štedne oblike ulaganja domaćinstava u EU,⁶⁰⁸ u okviru UCITS zakonodavstva stavljen je poseban naglasak na informacije koje ulagatelj mora imati na raspolaganju prije no što uloži sredstva u neki UCITS fond. Iako se smatra da će problem asimetrične informiranosti između ulagatelja i njegovih „agenata“ postojati čak i ako su ulagatelju dane sve potrebne informacije (jer mali ulagatelji nemaju dovoljno znanja kako bi mogli ocijeniti važnost koju pojedina informacija ima za njih), preciznost i jasnoća informacija ipak stavlja ulagatelja u bolji položaj.⁶⁰⁹

⁶⁰⁷ O trgovanju povlaštenim informacijama (*insider trading*) kao jednim od problema u odnosu između principala i agenta na tržištu kapitala vidi općenito: Easterbrook, F. H., *Insider Trading as an Agency Problem*, u Pratt, J. W., Zeckhauser, R. J. (ur.), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, 1985. U širem kontekstu o etici u investicijskom bankarstvu gdje se *insider trading* javlja temeljni problem ekonomske etike na tržištu kapitala vidi: Koslowski, P., *The Ethics of Banking, Conclusions from the Financial Crisis*, Berlin, 2009., str. 51 i dalje. Također vidi općenito: Reynolds, J. N., Newell, E., *Ethics in Investment Banking*, New York, 2011.

⁶⁰⁸ Postoje brojne studije o analizi strukture ulaganja po domaćinstvima, posebice za SAD i u državama članicama EU-a. Metodama ekonometrije nastoji se pronaći odgovor na pitanja koja su domaćinstva sklonija ulagati u rizičnije financijske proizvode s mogućnošću viših prinosa, a koja preferiraju sigurnije financijske proizvode koje u pravilu imaju i manje prinose. Analizom domaćinstava SAD-a, ponešto starija studija iz 2002. godine pokazala je da su domaćinstva koja se sastoje od samozaposlenih članova ili od umirovljenih članova sklonija sigurnijim ulaganjima, dok su domaćinstva s članovima koja se školuju na fakultetima sklonija rizičnijim ulaganjima. Zanimljivo je da prihodi članova domaćinstva nemaju značajan utjecaj na izbor sigurnijih ili rizičnijih ulaganja, a i godine članova domaćinstava nisu dale jasan rezultat o izboru ulaganja. Vidi više u: Bertaut, C. C., Starr-McCluer, M., *Household Portfolios in the United States*, u Guiso, L., Haliassos, M., Jappelli, T. (ur.), *Household Portfolios*, Massachusetts, 2002. Od država članica EU-a, u okviru istog istraživanja analizirani su ekonometrijski podatci za Veliku Britaniju, Italiju, Njemačku i Nizozemsku te iste godine, gdje su ekonometrijski rezultati pokazali slične rezultate kao i za SAD, uz opću napomenu da su ulaganja u državama članicama EU-a općenito kasnila u odnosu na SAD koji je općenito jedan od pionira u razvoju investicija na tržištu kapitala. Za novije podatke iz 2010. godine o udjelu ulaganja u investicijske fondove u strukturi ulaganja domaćinstava u EU državama vidi: *Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective, Final Report*, studeni 2010., http://ec.europa.eu/consumers/strategy/docs/final_report_en.pdf, 7.3.2014. (dalje u tekstu: *Consumer Decision-Making in Retail Investment Services*), str. 396 i dalje. Također vidi: Marcacci, A., op. cit. u bilj. 40., str. 120 i dalje.

⁶⁰⁹ Cartwright, P., op. cit. u bilj. 42., str. 17. Za viđenje da preciznost i jasnoća same informacije može dovesti principala, odnosno ulagatelja u puno bolji položaj u odnosu na agenta unatoč stalnoj prisutnosti asimetrije informacija vidi: Lambert, R. A., Leuz, C., Verrecchia, R. E., *Information Asymmetry, Information Precision and the Cost of Capital*, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 14881, 2009.

Stoga će se ispitati jesu li informacije koje ulagatelj mora dobiti prije ulaganja dovoljno precizne da bi se uklonio problem asimetrične informiranosti između depozitara i ulagatelja.

Prije ulaganja, potencijalni ulagatelji UCITS fonda dobivaju informacije o tom obliku ulaganja iz tri dokumenta, a to su prospekt, pravila UCITS fonda i ključni podaci za ulagatelje, pri čemu je ZOIFJP-om izrijekom propisano koje informacije moraju biti sadržane u svakome od tih dokumenata.

Prospekt kao glavni dokument za ulagatelje pri ulaganju u UCITS fondove, između ostaloga, prema čl. 183.b t. 30 ZOIFJP-a mora sadržavati informaciju o značajnim odredbama ugovora o obavljanju poslova depozitara sklopljenog između depozitara i društva za upravljanje koje bi mogle biti važne za ulagatelje UCITS fonda. Tu bi, primjerice spadali sporazumi između depozitara i društva za upravljanje o oslobođenju od odgovornosti depozitara u slučaju delegacije poslova pohrane iz čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a. Također, u slučaju delegacije, osim izjave o tome namjerava li poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda obavljati samostalno ili će ih delegirati na treće osobe,⁶¹⁰ depozitar je dužan navesti ako sklopljeni ugovori o delegaciji mogu utjecati na njegovu odgovornost prema ulagatelju,⁶¹¹ kao i opis rizika koje delegiranje poslova pohrane može imati na zasebnu imovinu UCITS fonda, posebice u slučaju kada poddepozitar ne ispunjava ili neuredno ispunjava obveze vezano uz delegirane poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda.⁶¹²

Međutim, analizom ostalih informacija koje društvo za upravljanje mora navesti u prospektu, dolazimo do zaključka da se u prospektu uopće ne mora navesti postojanje sukoba interesa između sudionika investicijskog posla ulaganja u UCITS fonda, a slijedom toga ni načina na koji se sukob ima razriješiti. Također, prospekt tek djelomično dotiče problem asimetrične informiranosti između ulagatelja i depozitara u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda, i to samo u slučaju delegacije poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda na treće osobe. Pri tomu se ulagateljima ne daju informacije o tome mogu li depozitar i poddepozitar upravljati zasebnom imovinom UCITS fonda za svoj ili tuđi račun, pri čemu se primarno misli na novčana sredstva UCITS fonda.

Što se tiče pravila UCITS fonda, čl. 191. st. 4. ZOIFJP-a sadrži tek opću obvezu da pravila UCITS fonda moraju sadržavati podatke o sukobu interesa i načinu njegova rješavanja, osobito ako se radi o sukobu interesa između osnivača i/ili povezanih osoba društva za

⁶¹⁰ Čl. 183.c t. 34. ZOIFJP. Također, ako je depozitar delegirao poslove pohrane na treće osobe, u prospektu se mora navesti i popis svih trećih osoba s kojima depozitar ima sklopljen ugovor o delegiranju poslova (čl. 183.c t. 35. ZOIFJP).

⁶¹¹ Vidi čl. 183.c t. 35. ZOIFJP-a koji se poziva na primjenu čl. 229. ZOIFJP-a.

⁶¹² Čl. 229. st. 2. ZOIFJP.

upravljanje i UCITS fonda. Pod ovu odredbu moglo bi se podvesti rizike koje donosi kapitalna povezanost depozitara i društva za upravljanje,⁶¹³ iako je navedena odredba postavljena vrlo široko. Analizom pravila UCITS fondova hrvatskih društava za upravljanje, uočava se da, iako su prepoznate razne razine sukoba interesa u okviru investicijskog posla, nigdje se izričito ne spominje sukob između depozitara i društva za upravljanje. Upitno je može li prosječni ulagatelj UCITS fonda razumno pretpostaviti da su u pravilu upravo depozitari UCITS fonda ujedno i osnivači društava za upravljanje ili barem njihovi većinski udjelničari ili dioničari. Iako su informacije o povezanosti društva za upravljanje i depozitara javno dostupne, one, smatramo, nisu prikazane tako da je prosječnom ulagatelju jasna povezanost između depozitara i društva za upravljanje UCITS fondova, kao i negativne posljedice koje to može imati za UCITS fond. Izostanak izričite obveze da se navedene informacije prikazuju na jasan i nedvosmislen način u pravilima UCITS fonda posebno je uočljiv jer je svrha pravila UCITS fondova da se njima uredi povjerenički odnos između društva za upravljanje i ulagatelja,⁶¹⁴ čime se kvaliteta povjereničkog odnosa između ova dva subjekta ozbiljno dovodi u pitanje.

Kada su u pitanju ključni podatci za ulagatelje, čl. 229. ZOIFJP-a određuje koje podatke moraju sadržavati u slučaju delegacije poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda na poddepozitara. S obzirom na to da isti podaci moraju biti navedeni u prospektu, nema ih potrebe ponavljati. Ključni podaci za ulagatelje ne moraju sadržavati opise ni načine rješavanja sukoba interesa u okviru investicijskog posla ulaganja u UCITS fond.

Nakon ispitivanja triju ključnih dokumenata koje ulagatelj dobiva prije ulaganja u UCITS fond, zaključuje se da problem asimetrične informiranosti između ulagatelja i depozitara i dalje postoji. Iako su podaci o kapitalnoj povezanosti između depozitara i društva za upravljanje javni, smatramo da nisu prikazani dovoljno jasno za prosječnog ulagatelja UCITS fonda. *De lege ferenda*, trebalo bi obvezati društvo za upravljanje da u prospektu i drugim dokumentima koje ulagatelj dobiva prije ulaganja u UCITS fondove izrijeком navede informaciju ako su depozitar i društvo za upravljanje kapitalno povezani i na koji način.

Drugi problem koji također proizlazi iz asimetrične informiranosti depozitara i ulagatelja jest što ulagateljima nije poznato koji je opseg ovlasti depozitara u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda. Pod time se prvenstveno misli na pravo depozitara i poddepozitara da upravljaju neplasiranim novčanim sredstvima UCITS fonda za svoj račun.⁶¹⁵ S time je

⁶¹³ O kapitalnoj povezanosti između depozitara i društva za upravljanje vidi u poglavlju 3.2.1.2.

⁶¹⁴ Čl. 188. st. 1. ZOIFJP.

⁶¹⁵ O tomu vidi više u poglavlju 3.3.1.4.

povezano i pitanje (ne)odvojenosti zasebne imovine UCITS fonda od imovine depozitara i izloženost imovine UCITS fonda zahtjevima vjerovnika depozitara.⁶¹⁶

De lege ferenda, smatramo da bi ulagatelju ove informacije trebale biti prikazane u dokumentima koji mu se trebaju dati prije odluke o ulaganju na nedvosmislen način, pri čemu smatramo da se te informacije trebaju posebno naglasiti, bilo korištenjem riječi poput „upozorenja“ ili korištenjem velikih slova, potcrtanih riječi i drugo.⁶¹⁷ Drugi lijek za rješavanje problema asimetrične informiranosti depozitara i ulagatelja jest da se depozitaru u potpunosti zabrane radnje kojima se ugrožavaju interesi ulagatelja UCITS fondova. U to bi smatramo svakako ulazila zabrana depozitarima da koriste neplasilana novčana sredstva UCITS fonda za svoj ili tuđi račun, s obzirom na to da nema regulatornog opravdanja zašto se ta sredstva izdvajaju u drukčiji režim u odnosu na ostale kategorije zasebne imovine UCITS fonda.

3.2.1.2. Kapitalna povezanost između depozitara i društva za upravljanje

Na tržištu kapitala, raširena je praksa pružanja različitih investicijskih usluga putem financijskih grupa, tzv. financijskih konglomerata.⁶¹⁸ Pružanje investicijskih usluga putem financijskih grupa nije isto kao i kada jedna kreditna institucija, odnosno financijski posrednik istovremeno pruža više vrsta financijskih usluga. Financijski konglomerat postoji ako postoji više subjekata, odnosno društava koja su međusobno povezana, najčešće na kapitalnoj osnovi, pod zajedničkom kontrolom ili utjecajem. Unutar tako povezane financijske grupe obavljanje financijskih usluga prepušta se društvima – članovima grupe.⁶¹⁹ Financijske grupe, odnosno konglomerati u pravilu pokrivaju usluge komercijalnog bankarstva, investicijskog bankarstva koje se sastoji u pružanju financijskih usluga i usluge osiguranja, gdje je prisutna i daljnja

⁶¹⁶ O tomu vidi više u poglavlju 2.4.3.

⁶¹⁷ O pozitivnoj ulozi koju mogao ostvariti tzv. „*health warning*“ o postojanju sukoba interesa u dokumentima koji se daju ulagateljima prije donošenja odluke o ulaganju vidi studiju *Consumer Decision-Making in Retail Investment Services*, op. cit. u bilj. 608., str. 392.

⁶¹⁸ O razvoju financijskih konglomerata, s izvorom u pravu SAD-a vidi pregledno: Maycock, J., *Financial Conglomerates: The New Phenomenon*, Cambridge, 1986. Zanimljivu analizu financijskih grupa na tržištu kapitala s sociološkog stajališta vidi u: Segre, S. A., *Weberian analysis of Business Groups and Financial Markets*, Hampshire, 2008.

⁶¹⁹ Određenom definicijom, iako nikako i isključivim određenjem pojma financijskih konglomerata, može se smatrati definicija nastala pod utjecajem rada IOSCO-a, koja se koristi i u recentnom dokumentu IOSCO-a: *The Joint Forum, Principles for the supervision of financial conglomerates*, rujan 2012, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD390.pdf>, 10.3.2014. (dalje u tekstu: *The Joint Forum, Principles for the supervision of financial conglomerates*). Definicija financijskih konglomerata glasi: „*any group of companies under common control or dominant influence, including any financial holding company, which conducts material financial activities in at least two of the regulated banking, securities or insurance sectors.*“

diversifikacija usluga na tržištu kapitala. Takvom sinergijom nastoji se konkurirati drugim subjektima na izrazito kompetitivnom tržištu kapitala, kao i smanjiti troškove pružanja pojedinih financijskih usluga,⁶²⁰ što je posebice relevantno za kombinirane financijske usluge, primjerice životna osiguranja s investicijskim rizikom.⁶²¹ Međutim, rizici povezani sa stvaranjem financijskih grupa koncentracija su financijske moći, javljanje sukoba interesa, prevaljivanje financijskog rizika unutar članova financijske grupe, stvaranje kompleksnih korporativnih struktura kojima se smanjuje transparentnost poslovanja i drugo.⁶²² Također se smatra da su financijske grupe svojim djelovanjem pridonijele i svjetskoj financijskoj krizi iz 2008. godine,⁶²³ pa je zbog toga EU stavio jači naglasak na nadzor financijskih konglomerata.⁶²⁴

Iz tog gledišta, valja ispitati mogu li depozitari i društva za upravljanje pripadati istoj financijskoj grupi, odnosno mogu li se depozitar i društvo za upravljanje kapitalno povezivati na način da je depozitar osnivač ili imatelj kvalificiranog udjela u društvu za upravljanje.

ZOIFJP-om je izrijekom propisano da jedna osoba ne smije djelovati i kao društvo za upravljanje i kao depozitar.⁶²⁵ Također, depozitar i društvo za upravljanje dužni su obavljati svoje poslove nezavisno jedan od drugoga, i to u najboljem, odnosno isključivom interesu ulagatelja UCITS fonda.⁶²⁶ Međutim, tu se radi o funkcionalnoj odvojenosti ova dva subjekta.⁶²⁷

Vezano uz kapitalnu povezanost, ZOIFJP u čl. 32. st. 2. izrijekom zabranjuje društvu za upravljanje držanje dionica ili udjela u depozitaru. Zabrana je proširena i kada je depozitar

⁶²⁰ Vidi: Koguchi, K., *Financial Conglomeration*, u *Financial Conglomerates*, OECD, Paris, 1993., str. 22.

⁶²¹ O značajkama životnog osiguranja vezanog uz investicijske fondove vidi više u: Ćurković, M., *Ugovor o osiguranju osoba: život-nezgoda-zdravstveno*, Zagreb, 2009., str. 161 i dalje. Također vidi pregledno: Preložnjak, B., *Pravna priroda ugovora o osiguranju života vezanog uz investicijske fondove*, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 61 (3), 2011.

⁶²² Koguchi, K., op. cit. u bilj. 620., str. 8.

⁶²³ Vidi The Joint Forum, *Principles for the supervision of financial conglomerates*, op. cit. u bilj. 619, str. 1.

⁶²⁴ Vidi internet stranicu: European Commission, *Financial Conglomerates*, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-conglomerates/index_en.htm (10.3.2014.). I na nacionalnoj razini može se dobiti uvid u grupe koje su identificirane kao financijski konglomerati, što je važno jer je najteže postaviti kriterije po kojima se određenu financijsku grupu može odrediti kao financijski konglomerat, a zatim i identificirati njeno postojanje. Za EU zakonodavstvo s posebnim naglaskom na nadzor financijskih konglomerata vidi: Direktiva 2002/87/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 16. prosinca 2002. o dodatnom nadzoru kreditnih institucija, društava za osiguranje i investicijskih društava u financijskom konglomeratu i o izmjeni direktiva Vijeća 73/239/EEZ, 79/267/EEZ, 92/49/EEZ, 92/96/EEZ, 93/6/EEZ i 93/22/EEZ i direktiva 98/78/EZ i 2000/12/EZ Europskog parlamenta i Vijeća, SL L 35, 11.02.2003, str. 1–27. *Hrvatski zakonodavac je transponirao rješenja direktive u Zakon o financijskim konglomeratima (NN 147/08, 54/13). Također vidi Pravilnik o načinu izračuna adekvatnosti jamstvenog kapitala na razini financijskog konglomerata, NN 70/09.*

⁶²⁵ Čl. 213. st. 6. ZOIFJP.

⁶²⁶ Za depozitara vidi čl. 219. st. 1. ZOIFJP-a, a za društvo za upravljanje vidi čl. 66. st. 1. ZOIFJP-a i čl. 50. ZOIFJP-a zajedno s čl. 14. st. 3. t. 1. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za društva za upravljanje UCITS fondovima, NN 85/13, 31/14.

⁶²⁷ O tomu će više biti rečeno u poglavlju 3.2.3.

delegirao poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda na poddepozitara, kada je društvu za upravljanje zabranjeno držati udjele ili dionice i u poddepozitaru.⁶²⁸ Time se osigurava nepristranost depozitara u provođenju kontrole nad ZOIFJP-om propisanim poslovima društva za upravljanje.⁶²⁹

Također, društvo za upravljanje ne smije imati kontrolu niti kvalificirani udjel u drugim subjektima – sudionicima tržišta kapitala koje ZOIFJP u čl. 32. st. 1. izrijeком nabraja. To su: investicijsko društvo, kreditna institucija koja pruža investicijske usluge, društvo za osiguranje, društvo za reosiguranje, mirovinsko društvo za upravljanje obveznim ili dobrovoljnim mirovinskim fondovima, mirovinsko osiguravajuće društvo te faktoring ili leasing društvo.⁶³⁰ *Argumentum a contrario*, društvo za upravljanje može biti kapitalno povezano s navedenim subjektima, pod uvjetom da ne prijeđe prag za kontrolu ili za držanje kvalificiranog udjela.

S druge strane, ZOIFJP nije propisao da depozitari ne smiju imati dionice ili udjele u društvima za upravljanje, što znači da je to pravno dopušteno. Jedan od razloga ovakvog rješenja zakonodavca svakako je poticanje razvoja tržišta kapitala i investicijskih fondova jer su upravo kreditne institucije jedan od glavnih pokretača tog razvoja, te se potpunu zabranu kapitalne povezanosti depozitara i društva za upravljanje, s ekonomskog gledišta, može promatrati i kao depopularizaciju tržišta investicijskim fondovima.⁶³¹

Iako nema zabrane da depozitar osnuje ili drži kvalificirani udio u društvu za upravljanje, zakonodavac je nastojao zadržati kontrolu nad time hoće li pojedinoj kreditnoj instituciji dopustiti takvu kapitalnu povezanost. To se nastojalo postići odredbama ZOIFJP-a o tome tko je ovlašten držati kvalificirani udio u društvu za upravljanje, nad čime nadzor provodi HANFA.⁶³² ZOIFJP navodi i kriterij uske povezanosti prema kojemu HANFA neće izdati društvu za upravljanje odobrenje za rad ako „uska povezanost“ između društva za upravljanje

⁶²⁸ Čl. 32. st. 3. ZOIFJP.

⁶²⁹ Tako i Čulinović-Herc, E., Jurić, D., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 60., str. 202.

⁶³⁰ Također, ZOIFJP je izrijeком zabranio i personalnu povezanost društva za upravljanje s drugim sudionicima na tržištu kapitala koji se nalaze pod nadzorom HANFE. Vidi čl. 39. ZOIFJP-a.

⁶³¹ Tako i Čulinović-Herc, E., Jurić, D., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 60., str. 203.

⁶³² Prema čl. 29. st. 1. ZOIFJP-a, podnositelj zahtjeva za izdavanje odobrenja za rad društvu za upravljanje, dužan je HANFI dostaviti podatke o identitetu dioničara ili članova društva za upravljanje, izravnih ili neizravnih imatelja kvalificiranih udjela te visinu tih udjela. Nakon toga, HANFA će ocijeniti primjerenost, prikladnost i financijsku stabilnost tih osoba uzimajući u obzir kriterije iz čl. 29. st. 2. ZOIFJP-a, u okviru čega se ističu sljedeća dva kriterija: hoće li društvo za upravljanje moći udovoljiti i nastaviti udovoljavati zahtjevima ZOIFJP-a, kao i drugih zakona kada je to primjenjivo na pojedinačnoj i konsolidiranoj osnovi, a posebno ima li društvo za upravljanje strukturu koja omogućava učinkovito provođenje nadzora, učinkovitu razmjenu podataka između nadležnih tijela, mogu li se razgraničiti nadležnosti između više nadležnih tijela, te postoji li osnovana sumnja da su članovi društva za upravljanje, dioničari ili imatelji kvalificiranog udjela počinili ili pokušali izvršiti kazneno djelo pranja novca ili financiranja terorizma, prema propisima koji to uređuju. Odnos između depozitara i društva za upravljanje tek bi se marginalno mogao podvesti pod ove osnove za neizdavanje odobrenja za rad društvu za upravljanje.

i drugih fizičkih ili pravnih osoba onemogućava ili otežava obavljanje nadzora nad društvom za upravljanje.⁶³³ Pri tome kriterij „uske povezanosti“ nije jasan. Time ZOIFJP nije izrijeком dotaknuo problem na razini sukoba interesa u odnosu na ulagatelja koji se javlja kada depozitari i društvo za upravljanje pripadaju istoj financijskoj grupi. To nije učinila niti HANFA u svojim pravilnicima, iako je marginalno dotaknula pitanje „grupa“.⁶³⁴ Kao što je navedeno o prethodnom poglavlju, obveza da pravila UCITS fonda moraju sadržavati i podatke o postojanju sukoba interesa s osnivačem ili povezanim osobama društva za upravljanje,⁶³⁵ nije dovoljno jasno određena s obzirom na percepciju ulagatelja koji mahom i dalje ostaju nesvjesni činjenice da društvo za upravljanje i depozitar mogu pripadati istoj financijskoj grupi.

Naposljetku valja analizirati postoji li praksa da su depozitari i društva za upravljanje kapitalno povezani, odnosno ima li depozitar u društvo za upravljanje udjele ili dionice, i to posebice pojavljuje li se depozitar i kao osnivač ili imatelj kvalificiranog udjela u društvima za upravljanje.

Podaci o osnivačima i članovima društava za upravljanje u Republici Hrvatskoj su javni, s obzirom na to da ZOIFJP izrijeком propisuje da na internetskoj stranici društva za upravljanje moraju, između ostaloga, biti navedeni i podaci o osnivačima i članovima društva za upravljanje.⁶³⁶ Također, ti su podaci dostupni iz sudskog registra koji je javan registar.⁶³⁷

Analizirani su podaci o društvima za upravljanje UCITS fondovima koji su registrirani u Registru HANFE na dan 11. ožujka 2014. Analizom dostupnih podataka s internet stranica hrvatskih društava za upravljanje UCITS fondovima, uočava se da se kao osnivači tih društava javljaju: kreditne institucije, osiguravajuća društva, inozemna društva za upravljanje

⁶³³ Čl. 30. st. 1. ZOIFJP.

⁶³⁴ Tako čl. 14. st. 3. t. 1. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za društva za upravljanje UCITS fondovima predviđa da je društvo za upravljanje dužno, pri utvrđivanju vrsta sukoba interesa što je potrebno radi izrade politike upravljanja sukobom interesa, uzeti u obzir: „*interese društva za upravljanje, uključujući one koji proizlaze iz njegovog pripadanja grupi...*“. Također, pri izradi politike upravljanja sukobom interesa, kada je društvo za upravljanje član grupe, što smatramo da se treba tumačiti da je zakonodavac pri tome mislio na financijsku grupu kojoj društvo za upravljanje pripada, a što može uključivati i odnos prema depozitaru ako je depozitar osnivač ili imatelj kvalificiranog udjela u depozitaru, Pravilnik navodi obvezu općeg karaktera da navedena politika mora sadržavati „*sve okolnosti koje su poznate društvu za upravljanje ili koje bi mu trebale biti poznate*“ (čl. 15. st. 2. Pravilnika). Općenito, politika upravljanja sukobom interesa mora još prema čl. 15. st. 3. sadržavati: okolnosti koje predstavljaju ili koje mogu dovesti do sukoba interesa na štetu UCITS fonda ili jednog ili više klijenata, a vezano za djelatnost upravljanja UCITS fondom, te postupke kojih se društvo za upravljanje mora pridržavati i mjere koje mora primjenjivati za upravljanje sukobom interesa. Valja napomenuti da Pravilnik o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda nema odredbi kojima bi se nastojalo izbjeći sukob interesa između depozitara i ulagatelja u slučajevima kada su depozitar i društvo za upravljanje povezana društva.

⁶³⁵ Čl. 191.h. ZOIFJP.

⁶³⁶ Čl. 60. st. 1. t. 1. ZOIFJP.

⁶³⁷ Vidi internetsku stranicu Sudski registar Republike Hrvatske, [https://sudreg.pravosudje.hr/registar/f?p=150:1\(11.3.2014.\)](https://sudreg.pravosudje.hr/registar/f?p=150:1(11.3.2014.)).

investicijskim fondovima koja na taj način ulaze na hrvatsko tržište kapitala te druge pravne i fizičke osobe. Od ukupno 19 registriranih društava za upravljanje UCITS fondovima, njih 8 imalo je kreditne institucije kao osnivače koje su potom i obavljale poslove depozitara za UCITS fondove kojima su upravljala ta društva za upravljanje. Ista je pojava zabilježena i u komparativnom pravu.⁶³⁸

Prikazani podaci pokazuju da iako kreditne institucije nisu jedini subjekti koji sudjeluju na tržištu investicijskih fondova osnovavši svoje društvo za upravljanje, nije zanemariv broj niti društava za upravljanje u kojima kreditne institucije kao većinski dioničari drže 100 % udjela. Također, većina društava za upravljanje ima jednog ili dva osnivača koji su zatim i jedini članovi tog društva. U slučajevima kada su ti članovi druge pravne osobe, a što obuhvaća i slučajeve kada su kreditne institucije osnivači ili kvalificirani imatelji udjela/dionica u društvima za upravljanje, javljaju se određena pitanja vezana uz korporativnu povezanost tih društava.

S obzirom na moguću korporativnu povezanost društava za upravljanje sa svojim osnivačima, izdvajamo tri glavna prijemna pitanja.

Kao prvo, ako je osnivač vladajuće društvo, kao što će to biti u slučaju kada je kreditna institucija ili druga pravna osoba 100 % imatelj udjela ili dionica u društvu za upravljanje, postavlja se pitanje može li vladajuće društvo davati štetne upute ovisnome društvu, tj. društvu za upravljanje, na što inače ima pravo prema čl. 496. ZTD-a.⁶³⁹ Ako vladajuće društvo i može dati štetnu uputu društvu za upravljanje, postavlja se pitanje mora li društvo za upravljanje odbiti provođenje takve upute ukoliko se njenim provođenjem djeluje suprotno interesima ulagatelja UCITS fonda. ZOIFJP nije izrijekom isključio pravo vladajućeg društva da daje štetne upute, tj. upute za poduzimanje štetnih pravnih poslova ili propuštanje poduzimanja određenih pravnih poslova što za posljedicu ima štetu po ovisno društvo, tj. štetu za društvo za upravljanje. Međutim, smatramo da valja tumačiti da ako vladajuće društvo da uputu za poduzimanje ili propuštanje pravnih poslova s štetnim učinkom za društvo za upravljanje, članovi uprave ne bi smjeli provesti takvu uputu ako bi njenim provođenjem

⁶³⁸ Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 3; Reiss, M., op. cit. u bilj. 104., str. 312; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 126.

⁶³⁹ Primjena odredaba ZTD-a kao *lex generalis* na društva za upravljanje kao društva kapitala neupitna je jer i sam ZOIFJP u čl. 9. poziva na supsidijarnu primjenu njegovih odredaba u odnosu na poslovanje društava za upravljanje. Navedeni čl. 496. ZTD-a predviđa da u slučajevima kada između društava nije sklopljen poduzetnički ugovor o vođenju poslova društva, vladajuće društvo i dalje može davati upute za poduzimanje štetnih pravnih poslova za ovisno društvo, ali pod uvjetom da se obveže da će ovisnome društvu nadoknaditi štetu koja bi mu time nastala. Također, upute za poduzimanje štetnih pravnih poslova po ovisno društvo može se dati jedino pod uvjetom da od toga interes ima vladajuće društvo ili društva koncerna. Vidi više u: Barbić, J., op. cit. u bilj. 551., str. 656.

naštetili interesima ulagatelja UCITS fonda.⁶⁴⁰ Stajalište temeljimo na obvezi društva za upravljanje, a time i obvezi članova uprave tog društva, da postupaju u najboljem interesu ulagatelja UCITS fonda.⁶⁴¹ Međutim, u ZTD-u *de lege lata* nema zakonske osnove da ovisno društvo, tj. društvo za upravljanje odbije upute vladajućeg društva zbog zaštite interesa trećih, tj. ulagatelja. *De lege ferenda*, smatramo da bi trebalo usvojiti rješenje prema kojemu bi članovi uprave društva za upravljanje mogli provoditi upute vladajućeg društva isključivo pod uvjetom da time ne povređuju obvezu djelovanja u najboljem interesu ulagatelja UCITS fonda.

Kao drugo, postavlja se pitanje jesu li članovi uprave društva za upravljanje kada je ono osnovano kao društvo s ograničenom odgovornošću obvezani djelovati prema uputama članova društva na glavnoj skupštini ili nadzornog odbora kao što je to predviđeno čl. 427. st. 1. ZTD-a za upravu d.o.o.-a.⁶⁴² S obzirom na to da ZOIFJP-om nije drukčije uređeno, smatramo da je taj propis ZTD-a primjenjiv. Iz toga proizlazi da su članovi uprave društva za upravljanje dužni postupati u skladu s obveznim uputama glavne skupštine. To znači da ako je kreditna institucija 100 %tni imatelj udjela u društvu za upravljanje ili imatelj kvalificiranog udjela, uprava društva za upravljanje dužna je voditi poslove u skladu s obvezujućim uputama koje joj daje ta kreditna institucija. Povezanost depozitara i društva za upravljanje određenog UCITS fonda u tom je smislu najveća ako je upravo depozitar tog UCITS fonda ujedno i kreditna institucija koja je osnovala društvo za upravljanje koje upravlja tim UCITS fondom. Dakle, u slučaju povezanosti društava na opisani način, depozitar je, kao član d.o.o.-a s prevladavajućim utjecajem, u položaju da društvu za upravljanje UCITS fonda daje obvezujuće upute kako voditi poslove društva, čega ulagatelji mahom neće ni biti svjesni usprkos javno dostupnim informacijama kojima se može doći do ovakvih zaključaka. *De lege ferenda*, smatramo da bi se ulagatelje prije donošenja investicijske odluke izrijeком trebalo obavijestiti u slučaju postojanja ovakve korporativne povezanosti između depozitara i društva za upravljanje. Pri tomu, ulagateljima bi se trebalo izrijeком naglasiti da je u tom slučaju depozitar ovlašten davati obvezujuće upute društvu za upravljanje, te da iz tog razloga postoji

⁶⁴⁰ Takvo stajalište razlikuje se od rješenja iz čl. 493. st. 2. ZTD-a, prema kojemu članovi uprave ovisnoga društva mogu odbiti provođenje upute vladajućeg društva samo ako je očito da dane upute ne služe interesima vladajućeg društva ili društava koncerna.

⁶⁴¹ Čl. 66. st. 1. ZOIFJP-a, a posebice čl. 48. st. 2. ZOIFJP-a koji izrijeком predviđa da „Društvu za upravljanje, članovima uprave i nadzornog odbora, prokuristima i radnicima društva za upravljanje interesi ulagatelja i UCITS fonda moraju uvijek biti prioritet i nikada svoje interese ili interese povezanih osoba ne smiju stavljati ispred interesa ulagatelja i UCITS fonda te integriteta tržišta kapitala.“

⁶⁴² O pravu članova društva, odnosno pravu glavne skupštine da upravi d.o.o.-a daje obvezujuće upute općenito vidi: Barbić, J., *Pravo društava, Društva kapitala*, Svezak II., Društvo s ograničenom odgovornošću, Zagreb, 2013., str. 381.

povećani sukob interesa depozitara i društva za upravljanje u odnosu prema ulagateljima. Uz istaknuto postojanje te vrste sukoba interesa, društvo za upravljanje bilo bi dužno izložiti i način njegova rješavanja u skladu s čl. 191.h ZOIFJP-a kojim se uređuje sadržaj pravila UCITS fonda.

Kao treće, opravdano se postavlja pitanje može li se uspostaviti odgovornost depozitara kao društva majke za obveze društva za upravljanje kao društva kćeri preuzete prema trećim osobama temeljem čl. 10. st. 3. i 10. st. 4. ZTD-a.⁶⁴³ Radi se o pitanju koje je prepoznato kao pitanje proboja pravne osobnosti društva za upravljanje,⁶⁴⁴ te postoje li uvjeti da ulagatelji za naknadu štete (ako društvo za upravljanje nema imovinu iz koje bi se oni mogli namiriti), zahtjev upute članu/članovima društva za upravljanje koji inače ne odgovaraju za obveze društva za upravljanje. Do proboja pravne osobnosti temeljem čl. 10. st. 3. ZTD-a u hrvatskome pravu može doći samo ako se dokaže zloraba člana društva koji inače ne odgovara za obveze društva, gdje sama činjenica da je samo jedna osoba osnovala d.d. ili d.o.o. nije zloraba sama po sebi,⁶⁴⁵ te ne bi moglo doći do proboja osobnosti isključivo temeljem činjenice da je, primjerice depozitar 100 %-tni imatelj udjela u društvu za upravljanje. Dokazati zlorabu društva majke ili kvalificiranog imatelja udjela/dionica je općenito vrlo teško. Isto vrijedi i kada bi treće osobe pokušale dokazati zlorabu depozitara kao člana društva za upravljanje. Međutim, unatoč praktičnim problemima u dokazivanju zlorabe od strane depozitara kada je ono društva majka društvu za upravljanje, instrument proboja osobnosti i dalje stoji na raspolaganju vjerovnicima društva za upravljanje. To svakako daje pravo i ulagateljima da prema depozitaru upute zahtjev za naknadom štete koju je prema njima počinilo društvo za upravljanje temeljem čl. 10. st. 3. ZTD-a u slučajevima kada je depozitar ujedno osnivač ili imatelj kvalificiranog udjela u društvu za upravljanje.

Valja zaključiti da je prema odredbama ZOIFJP-a, a što je rašireno i domaćoj i u komparativnoj praksi, dopušteno da depozitar i društvo za upravljanje pripadaju istoj financijskoj grupi te da se kapitalno povezuju tako da depozitar drži udjele ili dionice u društvu za upravljanje. ZOIFJP sadrži vrlo općenite odredbe o rješavanju sukoba interesa

⁶⁴³ Čl. 10. st. 3. ZTD-a propisuje da se osoba koja zlorabotrebja okolnost da kao član trgovačkoga društva ne odgovara za obveze tog društva, ne može pozvati na to da po zakonu ne odgovara za te obveze. Članak 10. st. 4. ZTD-a propisuje sljedeće zakonske pretpostavke kada će se smatrati da je došlo do opisane zlorabotrebje člana društva, pri čemu to ni u kojem slučaju ne predstavlja taksativnu listu: 1. ako koristi društvo za to da bi postigao cilj koji mu je inače zabranjen, 2. ako koristi društvo da bi oštetio vjerovnike, 3. ako protivno zakonu upravlja imovinom društva kao da je to njegova imovina, 4. ako u svoju korist ili u korist neke druge osobe umanjuje imovinu društva, iako je znao ili morao znati da ono neće moći podmiriti svoje obveze.

⁶⁴⁴ O proboju osobnosti ili, tzv. doktrini podizanja korporativnog vela u društvima kapitala vidi pregledno u Braut Filipović, M., *Odgovornost društva majke za obveze društva kćeri*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 32 (2), 2011.

⁶⁴⁵ Vidi Braut Filipović, M., op. cit. u bilj. 644., str. 820.

između ulagatelja s jedne i društva za upravljanje i depozitara s druge strane kao posljedicu moguće kapitalne povezanosti između društva za upravljanje i depozitara, odnosno pripadanja istoj financijskoj grupi. Ponovno se naglašava funkcionalna odvojenost između društva za upravljanje i depozitara, te mogućnost provođenja kontrole nad društvom za upravljanje HANFE. Pri tome će ulagatelji u većini slučajeva biti nesvjesni kapitalne povezanosti između depozitara i društva za upravljanje, kao i implikacija koje proizlaze iz toga.

3.2.1.3. Depozitar kao prodajni zastupnik društva za upravljanje u nuđenju udjela UCITS fondova za koje obavlja poslove depozitara

U ovom se dijelu knjige namjerava ispitati pod kojim uvjetima može društvo za upravljanje s trećim osobama sklopiti ugovor o poslovnoj suradnji kojim ih ovlašćuje da nude udjele UCITS fondova, kao i pravna narav tog ugovora. Zatim će se ispitati može li depozitar djelovati kao prodajni zastupnik društva za upravljanje za nuđenje udjela UCITS fonda za koje istodobno obavlja i poslove depozitara, te će se nastavno ispitati sukob interesa između depozitara i ulagatelja ako isti pri tome nastaje.

Društvo za upravljanje subjekt je unutar investicijskog trokuta koji je zadužen za nuđenje i prodaju udjela UCITS fondova. Ono to radi u svoje ime, a za račun UCITS fonda. Pored društva za upravljanje, ZOIFJP predviđa da udjele UCITS fonda mogu nuditi i druge pravne osobe, pod uvjetom da je društvo za upravljanje s njima sklopilo, tzv. ugovor o poslovnoj suradnji, gdje je predmet tog ugovora davanje prava nuđenja udjela UCITS fonda,⁶⁴⁶ te da im je to dopušteno odredbama ZOIFJP-a ili drugog propisa.⁶⁴⁷ Društvo za upravljanje dužno je obavijestiti HANFU o svakom ugovoru o poslovnoj suradnji ili o raskidu tog ugovora u roku od 10 dana od njegova sklapanja, odnosno od raskida.⁶⁴⁸ Prije sklapanja ugovora, društvo za upravljanje dužno je provjeriti udovoljava li pravna osoba i njeni zaposlenici svim uvjetima iz ZOIFJP-a i drugih propisa.⁶⁴⁹ Također, društvo za upravljanje dužno je jednom godišnje, i to

⁶⁴⁶ Čl. 3. Pravilnika o uvjetima za nuđenje udjela UCITS fonda (NN 100/13).

⁶⁴⁷ Čl. 154. st. 1. ZOIFJP.

⁶⁴⁸ Čl. 155. st. 2. ZOIFJP. Čl. 2. st. 3. Pravilnika o uvjetima za nuđenje udjela UCITS fonda. Pravilnikom je također propisano da pisana obavijest HANFI mora sadržavati podatke o tvrtci i sjedištu pravne osobe (čl. 2. st. 4.). Također, društvo za upravljanje i ovlaštena pravna osoba dužne su voditi evidenciju o obavljenim transakcijama udjelima UCITS fonda za vrijeme trajanja ugovora o poslovnoj suradnji, te podatke dostaviti HANFI na njen zahtjev (čl. 5. st. 4. Pravilnika).

⁶⁴⁹ Čl. 2. st. 2. Pravilnika o uvjetima za nuđenje udjela UCITS fonda. Zaposlenici pravne osobe koja je ovlaštena nuditi udjele UCITS fonda moraju minimalno zadovoljiti 3 uvjeta: znanje hrvatskoga jezika, imati najmanje srednju stručnu spremu te imati uvjerenje o nekažnjavanju, tj. da nisu pravomoćno osuđivani niti je pokrenuta istraga ili potvrđena optužnica za kaznena djela iz područja gospodarskoga kriminala (čl. 3. Pravilnika o uvjetima za nuđenje udjela UCITS fonda).

do kraja siječnja tekuće godine dostaviti HANFI popis pravnih osoba s kojima je sklopilo ugovor o poslovnoj suradnji.⁶⁵⁰

Iako HANFA mora biti upućena i upoznata s podacima o osobama koje su ovlaštene nuditi udjele UCITS fonda, ne traži se njeno odobrenje da bi sklopljeni ugovor o poslovnoj suradnji za nuđenje udjela stupio na snagu, tj. da bi proizvodio pravne učinke. Ipak, HANFA je ovlaštena provoditi nadzor nad pravnim osobama koje su ovlaštene nuditi udjele UCITS fondova u istoj mjeri i opsegu kao i nad društvima za upravljanje.⁶⁵¹ Također, HANFA je ovlaštena pokretati i prekršajne postupke protiv tih pravnih osoba u slučajevima kada nude udjele UCITS fonda u vremenu kada im je HANFA ili drugo nadležno tijelo oduzelo odobrenje za rad⁶⁵² i ako postupaju suprotno čl. 157. ZOIFJP-a koji uređuje način obavljanja poslova nuđenja udjela UCITS fonda.⁶⁵³ Dakle, HANFA obavlja kontinuirani nadzor nad pravnim osobama s kojima je sklopljen ugovor, iako se *ex ante* ne zahtijeva njeno odobrenje da bi neka pravna osoba postala ovlašteni nuditelj udjela UCITS fonda.

Kada pravne osobe nude udjele UCITS fonda, one to rade u svojstvu prodajnih zastupnika društva za upravljanje, tj. u ime društva za upravljanje.⁶⁵⁴ Stranke ugovora o ulaganju uvijek su društvo za upravljanje i ulagatelj, a ne prodajni zastupnici društva za upravljanje.⁶⁵⁵ Također, zastupnici nisu ovlašteni primiti ispunjenje ugovora o ulaganju u ime društva za upravljanje.⁶⁵⁶ Točnije, zastupnici ne smiju primiti novčana sredstva koja je ulagatelj uplatio da bi mu se izdali udjeli UCITS fonda, već se uplaćena novčana sredstva imaju doznačiti na odgovarajući račun UCITS fonda.⁶⁵⁷

⁶⁵⁰ Čl. 4. st. 1. Pravilnika o uvjetima za nuđenje udjela UCITS fonda. Popis kojim se utvrđuju osobe s kojima je društvo za upravljanje sklopilo ugovor o poslovnoj suradnji za nuđenje udjela UCITS fonda mora minimalno sadržavati tvrtku i sjedište za svaku pravnu osobu s kojom je sklopljen ovaj ugovor (čl. 4. st. 2. Pravilnika). Uz to, pravna osoba s kojom je sklopljen ovaj ugovor dužna je voditi evidenciju zaposlenih koji obavljaju poslove nuđenja udjela, te je tu evidenciju dužna dostaviti društvu za upravljanje, a ono istu dostavlja HANFI na njezin zahtjev (čl. 4. st. 3. Pravilnika).

⁶⁵¹ Čl. 357. st. 1. ZOIFJP. HANFA je u Pravilniku o uvjetima za nuđenje udjela UCITS fonda izričito predviđela da zastupnik ne može prenijeti svoja ovlaštenja na treću osobu, odnosno da pravna osoba koja je temeljem ugovora ovlaštena nuditi udjele UCITS fonda ne smije poslove nuđenja udjela delegirati na treće osobe (čl. 2. st. 5. Pravilnika). Time se osigurava odgovarajući nadzor nad osobama koje nude udjele UCITS fondova i učinkovitije se štite novi ulagatelji.

⁶⁵² Čl. 379. st. 1. t. 9. ZOIFJP.

⁶⁵³ Čl. 379. st. 1. t. 9. ZOIFJP.

⁶⁵⁴ Čl. 155. st. 1. ZOIFJP.

⁶⁵⁵ Isti je stav zauzet i u njemačkom pravu. Vidi: Tako i za njemačko pravo vidi Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 22 InvG Rbr. 11; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 89.

⁶⁵⁶ Što je u skladu s čl. 808. ZOO-a, prema kojemu trgovinski zastupnici ne mogu zahtijevati ni primiti ispunjenje tražbine svog nalogodavca ako za to nisu posebno ovlašteni. *Lex specialis* rješenje za „prodajne“ zastupnike društva za upravljanje je da oni ni u kojem slučaju ne mogu biti ovlašteni da ipak primaju ispunjenje ugovora o ulaganju u ime i za račun društva za upravljanje.

⁶⁵⁷ Čl. 5. st. 1. Pravilnika o uvjetima za nuđenje udjela UCITS fonda.

Po svojoj pravnoj naravi, ugovor o poslovnoj suradnji za nuđenje udjela UCITS fonda jest ugovor o trgovinskom zastupanju, koji ima neka specifična obilježja u odnosu na opće propise o trgovinskom zastupanju prema ZOO-u.⁶⁵⁸ Naime, položaj pravnih osoba ovlaštenih za nuđenje udjela u skladu je s čl. 804. st. 1. ZOO-a koji definira ugovor o trgovinskom zastupanju. Tako se pravna osoba – zastupnik obvezuje da će s trećim osobama – potencijalnim ulagateljima pregovarati o sklapanju ugovora u ime i za račun nalogodavatelja – društva za upravljanje, s ovlaštenjem da ujedno i sklapa ugovor u ime i za račun društva za upravljanje. Društvo za upravljanje će zastupniku za svaki sklopljeni ugovor platiti proviziju, i to iz sredstava ulazne ili izlazne naknade ili iz naknade koju društvo za upravljanje prima za upravljanje fondom.⁶⁵⁹ Bez obzira što je pravna osoba koja nudi udjele UCITS fonda trgovinski zastupnik, ona nema veća prava od onih predviđenih u ZOIFJP-u. Naime, ugovor o trgovinskom zastupanju prema ZOO-u sadrži specifična rješenja, gdje su radi zaštite zastupnikovog položaja kogentno uređena neka njegova prava, kao što je primjerice, tzv. posebna naknada,⁶⁶⁰ ugovorno ograničenje ili zabrana obavljanja djelatnosti⁶⁶¹ i drugo.⁶⁶² Ove odredbe ZOO-a ne mogu se primjenjivati na ugovor o poslovnoj suradnji između društva za upravljanje i zastupnika, s obzirom na to da ZOIFJP kao *lex specialis* ima prednost u odnosu na ZOO, te na taj način valja tumačiti položaj depozitara i drugih osoba kao „prodajnih“ zastupnika društva za upravljanje.

U odnosu između društva za upravljanje i pravnih osoba ovlaštenih na nuđenje udjela UCITS fonda javljaju se i elementi ugovora o posredovanju,⁶⁶³ posebice ako pravna osoba koja nudi udjele UCITS fonda istovremeno posreduje za ulagatelje.⁶⁶⁴

⁶⁵⁸ Čl. 804.-834. ZOO. Odredbama ZOO-a o trgovinskom zastupanju preuzeta su rješenja iz Direktive 86/653/EEZ (86/653/EEZ: Direktiva Vijeća od 18. prosinca 1986. o usklađivanju prava država članica u vezi samozaposlenih trgovačkih zastupnika, SL L 382, 31.12.1986, str. 17–21.). Pri tomu je primjena odredbi trgovinskog zastupanja proširena, tj. ne primjenjuje se samo na zastupanje kod kupoprodaje robe već na sve vrste trgovačkog zastupanja. Vidi Česić, Z., Gorenc, V. et al., u Gorenc, V. (ur.), op. cit. u bilj. 229., str. 1190. Dakle, s obzirom na proširenje opsega primjene EU režima trgovinskog zastupanja, nema zapreke da se prodajni zastupnici društva za upravljanje u Republici Hrvatskoj tretiraju kao trgovinski zastupnici.

⁶⁵⁹ Vidi čl. 157. t. 6. ZOIFJP-a. O distribucijskoj naknadi više je rečeno u poglavlju 2.1.4.

⁶⁶⁰ Čl. 830. ZOO.

⁶⁶¹ Čl. 834. ZOO.

⁶⁶² Tako se na ugovor o poslovnoj suradnji za nuđenje udjela UCITS fonda ne mogu primjenjivati niti odredbe ZOO-a kojima se određuje da je odnos između principala i zastupnika isključiv, tj. da zastupnik ne može bez pristanka principala pružati iste usluge na istom području i za istu vrstu poslova za drugog principala (čl. 805. ZOO), zatim niz odredbi kojima se uređuje pravo trgovinskog zastupnika na proviziju (čl. 819.-824. ZOO), zatim prodajni zastupnik društva za upravljanje nema pravo zadržanja kako je predviđeno čl. 826. ZOO-a, drukčije je uređen režim prestanka ugovora o poslovnoj suradnji, posebice s aspekta uloge HANFE pri tome i drugo.

⁶⁶³ To ne iznenađuje s obzirom na to da se inače smatra da ugovor u trgovinskom zastupanju u sebi obuhvaća i ugovor o posredovanju. Vidi: Česić, Z., Gorenc, V. et al., u Gorenc, V. (ur.), op. cit. u bilj. 229., str. 1234.

⁶⁶⁴ Prema čl. 847. st. 2. ZOO-a posrednik je dužan skrbiti o interesima objiju strana između kojih posreduje. Jedna od glavnih razlika između ugovora o zastupanju i ugovora o posredovanju jest što zastupnik djeluje u ime i

Prodajni zastupnik dužan je upoznati potencijalnog ulagatelja s činjenicom nudi li udjele UCITS fondova samo jednog društva za upravljanje ili nudi udjele fondova kojima upravljaju više društava za upravljanje.⁶⁶⁵

Slijedom navedenoga, postavlja se pitanje može li depozitar djelovati kao prodajni zastupnik društva za upravljanje za nuđenje udjela onih UCITS fondova za koje ujedno obavlja i poslove depozitara. Kao prvo, ZOIFJP određuje da prodajni zastupnici moraju biti pravne osobe.⁶⁶⁶ Depozitar u Republici Hrvatskoj može biti kreditna institucija, podružnica kreditne institucije države članice EU-a ili podružnica kreditne institucije iz treće države.⁶⁶⁷ Kreditna institucija sa sjedištem u Republici Hrvatskoj jest pravna osoba.⁶⁶⁸ S druge strane, podružnice kreditne institucije nemaju pravnu osobnost, te sva prava i obveze stječu za svog osnivatelja,⁶⁶⁹ a osnivaatelj je kreditna institucija koja ima pravnu osobnost. Iz toga proizlazi da je depozitar zadovoljio uvjet pravne osobnosti.

Drugi uvjet jest da je odredbama ZOIFJP-a ili drugih propisa dopušteno, odnosno da nije zabranjeno da određene pravne osobe nude udjele UCITS fonda. Niti ZOIFJP niti ZKI ne zabranjuju kreditnoj instituciji koja obavlja poslove depozitara da ujedno nudi udjele tih UCITS fondova. Valja jedino prokomentirati odredbu ZOIFJP-a prema kojoj poslovanje društva za upravljanje i depozitara ne smije biti organizacijski povezano, te da na tim poslovima ne smiju biti zaposlene iste osobe.⁶⁷⁰ *Prima facie* ova se odredba čini kao zabrana da depozitar zastupa društvo za upravljanje u prodaji udjela UCITS fonda. Međutim, ona to nije jer organizacijska razdvojenost obavljanja određenih poslova nije sinonim sa zabranom obavljanja tih poslova, već govori o tome kako se ti poslovi ipak mogu obavljati.⁶⁷¹ Drugim riječima, depozitar može prodavati udjele UCITS fondova za koje ujedno obavlja poslove depozitara ako poštuje zahtjeve za organizacijskom razdvojenosti poslova depozitara u

za račun nalogodavatelja, dok posrednik djeluje u svoje ime i za svoj račun (vidi čl. 309. st. 1. i čl. 835. ZOO). Za poseban komentar o položaju posrednika kada posreduje za obje strane, te za potvrdu da i u tom slučaju djeluje u svoje ime i za svoj račun vidi: Česić, Z., Gorenc, V. et al., u Gorenc, V. (ur.), op. cit. u bilj. 229., str. 1252. Tako prema ZOIFJP-u, potencijalni ulagatelj ne treba nakon ostvarenog kontakta s prodajnim zastupnikom potražiti nalogodavatelja, tj. društvo za upravljanje radi sklapanja ugovora o ulaganju, već to čini s prodajnim zastupnikom koji djeluje u ime i za račun društva za upravljanje.

⁶⁶⁵ Čl. 157. t. 7. ZOIFJP.

⁶⁶⁶ Čl. 154. st. 1. ZOIFJP.

⁶⁶⁷ Čl. 213. st. 2. ZOIFJP.

⁶⁶⁸ Čl. 2. st. 1. ZKI.

⁶⁶⁹ Općenito za pravni status podružnica vidi čl. 7. st. 3. ZTD. ZKI, kao *lex specialis*, u čl. 14. st. 1. izričito navodi da je podružnica kreditne institucije „...pravno ovisni dio kreditne institucije koji pruža jednu ili više usluga koje pruža ta kreditna institucija, a čijim poslovanjem prava i obveze stječe kreditna institucija. Podružnica nije pravna osoba.“

⁶⁷⁰ Čl. 32. st. 2. ZOIFJP.

⁶⁷¹ O organizacijskoj razdvojenosti između depozitara i društva za upravljanje, kao i zahtjevu za organizacijskom odvojenosti jedinice koja obavlja poslove depozitara u odnosu na ostale poslove kreditne institucije više je rečeno u poglavlju 3.2.3.1.

odnosu na društvo za upravljanje i na druge poslove koje depozitar obavlja kao kreditna institucija.

U poslovima nuđenja udjela UCITS fondova, široko je prihvaćena praksa da depozitari nude udjele UCITS fondova za koje ujedno obavljaju i poslove depozitara, što je jasno vidljivo iz ponude financijskih usluga kreditnih institucija na njihovim internetskim stranicama kao i u samim prostorijama kreditnih institucija. To znači da potencijalnom ulagatelju nude udjele UCITS fondova zaposlenici kreditnih institucija za šalterima koji im istovremenu pružaju tipične bankarske usluge, kao što su novčane transakcije, polaganje novčanih sredstva na račun, zamjena valute i drugo. Također, studije pokazuju da su upravo banke ključan distributer udjela UCITS fondova na tržištu investicijskih fondova.⁶⁷²

Sukob interesa koji se javlja između kreditne institucije, tj. depozitara, kada kao financijski posrednik nudi udjele UCITS fonda, i ulagatelja svoj primarni izvor ima u asimetričnoj informiranosti ulagatelja u odnosu na financijske posrednike koji im nude udjele UCITS fonda. Jedan od glavnih čimbenika koji utječu na asimetričnu informiranost banaka kao financijskih posrednika i ulagatelja jest kompleksnost financijskih proizvoda koji se nude na tržištu kapitala.⁶⁷³ Točnije, problem se pojavljuje pri određivanju informacija koje je banka dužna dati o tim financijskim proizvodima kada ih nudi ulagateljima. Moguće je da između primjerice izdavatelja financijskih instrumenata i banaka kao financijskih posrednika koji te financijske instrumente nude ulagateljima, postoje posebni dogovori kojima bi izdavatelj tih instrumenata mogao posredniku dati odgovarajuće povlastice (*incentives*) da ne daje ulagateljima sve informacije potrebne za procjenu rizika, ili pak da predstavi financijske proizvode na povoljniji način za njihova izdavatelja.⁶⁷⁴ S druge strane, upravo financijski posrednici imaju zadaću smanjiti asimetričnu informiranost između ulagatelja i osoba koje izdaju financijske instrumente, a zauzvrat im ulagatelji plaćaju naknadu.⁶⁷⁵ Stoga su

⁶⁷² Vidi Fund fees in Europe, op. cit. u bilj. 225., str. 7.

⁶⁷³ Drugi element koji se također ističe je i nedovoljno poznavanje ulagatelja o tome je li pojedina financijska institucija koja nudi te proizvode pouzdana. Vidi: Cartwright, P., op. cit. u bilj. 42., str. 16.

⁶⁷⁴ Da bi principal potaknuo agenta na ostvarenje željenih rezultata, posebice u odnosu na treće osobe s kojima agent ulazi u pravne poslove za račun principala, principalu su skloni agentima davati određene povlastice (*incentives*) koje se mogu pojaviti u različitim oblicima, a najčešće ustupanjem dijela zarade koju ostvaruje poslovanjem agenta. Pojava povlastica u odnosima između principala i agenta produbljuje pitanje sukoba interesa između principala, agenta i treće osobe s kojom agent ulazi u pravni posao za račun principala, te se ovaj problem označava kao, tzv. „agency problem“. O pojavi povlastica između principala i agenta s aspekta ekonometrije vidi Laffont, J.-J. (ur.), *The Principal Agent Model, The Economic Theory of Incentives*, Northampton, 2003. Taj se problem javlja i vezano uz poslove financijskog posredništva na tržištu kapitala gdje financijski posrednici, što su mahom banke, kao agenti ostvaruju povlastice (*incentives*) u raznim pravnim poslovima u odnosu na svoje principale. Vidi o pojavi povlastica prema financijskim posrednicima da financijske instrumente predstave na određeni način u: Cartwright, P., op. cit. u bilj. 42., str. 17.

⁶⁷⁵ Bez financijskih posrednika ulagatelji, posebice mali, ne bi mogli razlikovati, zbog nedostatka znanja i stručnosti, „dobre“ od „loših“ financijskih proizvoda, što bi, s druge strane, imalo učinak i na ponuditelje

regulatorni naponi da se riješi problem asimetrične informiranosti između sudionika tržišta kapitala usmjereni na obveze financijskih posrednika o razotkrivanju informacija (*disclosure*) o financijskom proizvodu koje nude kao i o rizicima koji su povezani s određenim ulaganjem.⁶⁷⁶

U odnosu na društvo za upravljanje, HANFA je u Pravilniku o organizacijskim zahtjevima za društva za upravljanje UCITS fondovima uvela presumpciju da će se smatrati da društvo za upravljanje ne djeluje u najboljem interesu ulagatelja ako, u odnosu na poslove upravljanja zasebnom imovinom UCITS fonda, dobiva proviziju, naknadu ili bilo koju nenovčanu pogodnost osim naknada na koje mu je ZOIFJP-om i navedenim Pravilnikom izrijekom dano pravo, pri čemu se ponovno naglašava transparentnost izvora i iznosa naknada i provizija koje dobiva društvo za upravljanje.⁶⁷⁷ Međutim, ova se odredba ne odnosi na depozitara, odnosno osobe koje su temeljem ugovora o poslovnoj suradnji ovlaštene nuditi udjele UCITS fonda u ime društva za upravljanje, jer čl. 39. st. 1. Pravilnika izrijekom spominje samo društvo za upravljanje a ne i njegove prodajne zastupnike.

U odnosu na financijske posrednike koji nude udjele UCITS fonda, i u ZOIFJP-u su prisutni naponi zakonodavca da riješi problem asimetrične informiranosti između financijskih posrednika, koji se odnosi i na depozitara kada on nudi udjele UCITS fonda, i potencijalnih ulagatelja UCITS fonda. Tako je u čl. 157. ZOIFJP-a određeno da svi prodajni zastupnici koji su ovlašteni nuditi udjele UCITS fonda dužni poštovati odredbe ZOIFJP-a, a posebice čl. 157. kojime se uređuje način postupanja pri nuđenju udjela fonda. Tako su prodajni zastupnici dužni osigurati da su ulagateljima dostupni svi relevantni dokumenti kao što su prospekt, ključni podaci za ulagatelje i drugo⁶⁷⁸ pod uvjetom da je sadržaj tih dokumenata prethodno odobrilo društvo za upravljanje,⁶⁷⁹ zatim su dužni pravodobno prosljeđivati zahtjeve za stjecanje udjela društvu za upravljanje,⁶⁸⁰ te ne smiju ulagateljima davati lažne podatke ili podatke koje ih mogu dovesti u zabludu o stanju UCITS fonda, njegovim ciljevima ulaganja,

financijskih proizvoda jer ulagatelji ne bi prepoznali imatelje „dobrih“ financijskih proizvoda. To bi imalo negativni učinak i na ponuditelje i na ulagatelje. Upravo je u tom dijelu ključno djelovanje financijskih posrednika koji ulažu svoje znanje, stručnost i vrijeme na analizu financijskih proizvoda koji se nude kako bi svoje klijente mogli što bolje savjetovati u koje proizvode uložiti. Vidi: Macneil, I. G., op. cit. u bilj. 43., str. 8.

⁶⁷⁶ O obvezi otkrivanja informacija (*disclosure*) kao jednoj od najstarijih tehnika rješavanja problema asimetrije informacija između sudionika na tržištu kapitala, koju regulatori primjenjuju i prije modernog razvoja regulacije financijskih tržišta, dakle prije 1930-ih, vidi: Macneil, I. G., op. cit. u bilj. 43., str. 35 i dalje. Također, vidi: Cartwright, P., op. cit. u bilj. 42., str. 50 i dalje.

⁶⁷⁷ Vidi čl. 39. st. 1. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za društva za upravljanje UCITS fondovima.

⁶⁷⁸ Čl. 157. t. 1. ZOIFJP. Također vidi čl. 5. st. 2. Pravilnika o uvjetima za nuđenje udjela UCITS fonda.

⁶⁷⁹ Čl. 157. t. 3. ZOIFJP.

⁶⁸⁰ Čl. 157. t. 2. ZOIFJP.

rizicima te bilo kojem drugom pitanju vezanom uz UCITS fond ili društvo za upravljanje koje njima upravlja.⁶⁸¹

Također se pokazalo da su ulagatelji, a posebice mali ulagatelji koji pretežno ulažu u UCITS fondove, potpuno nesvjesni o tome da postoje distribucijski lanci u kojima financijski posrednici (kreditne institucije), dobivaju proviziju od distributera za plasiranje određenih financijskih proizvoda. Tako nastaje sukob interesa u širem smislu između financijskih posrednika i potencijalnih ulagatelja kojima oni daju investicijske savjete o ulaganju financijske proizvode. Iz ovoga slijedi da je sukob interesa tim izraženiji ako kreditna institucija s jedne strane obavlja i poslove depozitara za UCITS fondove, a s druge udjele tih istih fondova distribuira ulagateljima koji su često njeni klijenti i po drugoj osnovi, kao što su mali štediše, osobe koje kod te banke imaju otvorene tekuće račune i drugo.

U provedenoj studiji na razini EU-a iz 2010. godine, pokazalo se da većina ulagatelja smatra da su njihovi investicijski savjetnici potpuno nezavisni u davanju savjeta za ulaganje, tj. da nisu svjesni da investicijski savjetnici dobivaju proviziju od distributera za plasiranje određenih financijskih proizvoda.⁶⁸² Pri tomu, studija je pokazala da je povjerenje ulagatelja još i veće ako investicijske savjete dobivaju od zaposlenika kreditnih institucija, što svoj izvor ima u tradicionalnom povjerenju malih štediša i ulagatelja prema bankama koje se smatraju sigurnijima od ostalih „novonastalih“ financijskih posrednika.⁶⁸³

Stoga je u čl. 157. t. 6. ZOIFJP-a izrijekom propisano da je prodajni zastupnik dužan upoznati potencijalnog ulagatelja o isplaćenom iznosu provizije na temelju nuđenja udjela UCITS fonda, i to kao postotak ulazne naknade, naknade za upravljanja društva za upravljanje ili izlazne naknade. To rješenje valja povezati s odredbom čl. 158. ZOIFJP-a prema kojoj prodajni zastupnici primaju naknadu za rad isključivo od društva za upravljanje, što znači da ne mogu neposredno naplatiti ulagateljima proviziju temeljem prodanih udjela UCITS fondova. Naravno, ulagatelji to ipak posredno plaćaju, jer društvo za upravljanje isplaćuje naknadu prodajnim zastupnicima iz sredstava ulazne ili izlazne naknade ili iz naknade za

⁶⁸¹ Čl. 157. t. 4. ZOIFJP.

⁶⁸² Consumer Decision-Making in Retail Investment Services, op. cit. u bilj. 608., str. 386. Studija govori o iznimno visokom postotku od više od 40 % ulagatelja koji nisu bili svjesni da njihov investicijski savjetnik dobiva proviziju za plasman određenih financijskih proizvoda.

⁶⁸³ Tako se Hopt još 1975. godine poziva na rezultate studije koja je pokazala da tek 33 % ispitanika nije vjerovalo u neutralnost banaka kada su davale investicijske savjete. To znači da je 67 % ispitanika smatralo da je banka u potpunosti neutralna u davanju investicijskih savjeta, odnosno nisu bili svjesni postojanja distribucijskog lanca, a time i distribucijskih naknada u kojima je i banka imala svoj udio. Vidi: Hopt, J. K., Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München, 1975., str. 1.

upravljanje,⁶⁸⁴ gdje se prve dvije izravno naplaćuju ulagatelju,⁶⁸⁵ a naknadu za upravljanje se društvu za upravljanje isplaćuje iz zasebne imovine UCITS fonda.⁶⁸⁶

Prodajni zastupnici koji postupaju suprotno odredbama ZOIFJP-a, a posebice suprotno čl. 157. ZOIFJP-a kojime se propisuje način obavljanja poslova nuđenja udjela UCITS fondova, snose odgovarajuću odgovornost prema društvu za upravljanje,⁶⁸⁷ ali i prema ulagateljima. U potonjem slučaju će se raditi o izvanugovornoj odgovornosti.⁶⁸⁸

Postavlja se i pitanje je li depozitar dužan upozoriti ulagatelje na rizike ulaganja ili mu dati savjet glede ulaganja u pojedini fond u okviru poslova koje obavlja kao depozitar za određeni UCITS fond. Naravno, ako depozitar pruža klijentu uslugu investicijskog savjetovanja, njegove obveze na upozoravanje rizika vezano s određenim ulaganjem proizlazile bi iz te usluge, koja je odvojena i po svom nastajanju i pravnim učincima koje proizvodi u odnosu između depozitara i ulagatelja, tj. kada ista kreditna institucija istovremeno pruža dvije usluge istom klijentu. Kada kreditna institucija djeluje u svojstvu depozitara, smatramo da nije dužna ulagatelju pružiti dodatne informacije o fondu niti mu dati savjet o ulaganju.⁶⁸⁹ Razlog tomu su osnovna podjela poslova unutar investicijskog posla, gdje je upravljanje zasebnom imovinom fonda i sklapanje ugovora o ulaganju povjereno društvu za upravljanje, a ne depozitaru.⁶⁹⁰

Valja zaključiti da je uobičajena praksa da kreditne institucije distribuiraju, odnosno nude udjele UCITS fondova potencijalnim ulagateljima, pri čemu to rade i kreditne institucije koje ujedno obavljaju i poslove depozitara za UCITS fondove čije udjele nude. Hrvatski zakonodavac je pri tome nastojao riješiti problem asimetrične informiranosti između depozitara i ulagatelja propisivanjem da su prodajni zastupnici dužni upoznati potencijalnog ulagatelja s postojanjem distribucijskog lanca u kojemu sudjeluje, odnosno da svoju proviziju naplaćuje kao postotak ulazne/izlazne naknade ili godišnje naknade za upravljanje društva za

⁶⁸⁴ Čl. 158. ZOIFJP.

⁶⁸⁵ Čl. 170. ZOIFJP.

⁶⁸⁶ Čl. 244. st. 2. ZOIFJP.

⁶⁸⁷ Čl. 157. t. 5. ZOIFJP.

⁶⁸⁸ O tomu je više rečeno u poglavlju 4.2.5.

⁶⁸⁹ Isti je stav zauzet i u njemačkom pravu, gdje se literatura i sudska praksa slažu da depozitar nije dužan upozoriti ulagatelja na rizike ulaganja u pojedini fond. Vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 22 InvG Rbr. 5; Beckmann, K., u Beckmann, K., Scholtz, R.-D., Vollmer, L. (ur.), op. cit. u bilj. 211., § 22 InvG Rbr. 5; Oberlandesgericht (OLG) Frankfurt a. M., presuda od 19.12.1996. objavljena u Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 1997., str. 321. Sud, nakon što navodi da je depozitar dužan paziti da društvo za upravljanje poštuje ograničenja ulaganja, točno navodi: „Weiter gehende Pflichten ergeben sich daraus jedoch nicht, insbesondere keine Aufklärungspflichten.“

⁶⁹⁰ Tako i Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 22 InvG Rbr. 5. To je izričito potvrđeno i u presudi Bundesgerichtshofs (BGH), presuda od 18.9.2001 (XI ZR 337/00, Frankfurt a.M.), objavljena u Zeitschrift für Wirtschaftsrecht- und Bankrecht, 2001., str. 2053-2054.

upravljanje.⁶⁹¹ Međutim, zakonodavac se nije pozabavio sukobom interesa koji nastaje kada je prodajni zastupnik upravo depozitar za proizvode, tj. UCITS fondove koje nudi. Rješenje iz čl. 157. t. 7. ZOIFJP-a prema kojemu je prodajni zastupnik dužan upoznati potencijalnog ulagatelja s okolnošću nudi li proizvode samo jednog ili proizvode više društava za upravljanje tek marginalno dotiče ovaj specifičan izvor sukoba između depozitara i ulagatelja. Naime, depozitar kao kreditna institucija može nuditi udjele i onih UCITS i ne-UCITS fondova za koje ne obavlja usluge depozitara, što i dalje ne uklanja sukob interesa do kojega dolazi kada se između udjela UCITS fondova koje nudi nalaze udjeli i onih UCITS fondova za koje ujedno obavlja i poslove depozitara. Stoga smatramo, da *de lege ferenda*, zakonodavac treba propisati da je depozitar izrijeком dužan obavijestiti potencijalnog ulagatelja da za određene UCITS fondove čije udjele nudi ujedno obavlja i poslove depozitara.

3.2.2. Dužnost depozitara da djeluje u isključivom interesu ulagatelja

Dužnost depozitara da djeluje u isključivom interesu ulagatelja jasno je postavljena još u čl. 10 st. 2 UCITS I Direktive,⁶⁹² te predstavlja jedno od osnovnih načela investicijskog posla. Ovo načelo teži ispraviti omjer snaga unutar investicijskog trokuta, i ujedno razriješiti sukob interesa koji postoji između ulagatelja s jedne, i društva za upravljanje i depozitara s druge strane.⁶⁹³

Hrvatski zakonodavac je ovo načelo dosljedno apostrofirao u prijašnjem čl. 52 ZIF-a 05 i u čl. 213 st. 8 i čl. 219 ZOIFJP-a.⁶⁹⁴ Pri tome valja naglasiti da je depozitar dužan paziti na interese svih, a ne pojedinog ulagatelja.⁶⁹⁵ Ujedno se time depozitaru zakonom dodjeljuje

⁶⁹¹ Čl. 157. t. 6. ZOIFJP.

⁶⁹² Sada čl. 25. st. 2. UCITS IV Direktive.

⁶⁹³ Sukob interesa kod pružanja financijskih usluga nalazi se u središtu rasprava vezanih uz tržište kapitala. Najveći problemi javljaju se kada subjekti unutar istog financijskog konglomerata pružaju različite financijske usluge. U okviru investicijskih fondova tako je izražen sukob interesa kada depozitar, društvo za upravljanje i brokersko društvo koje u pravilu pruža usluge posredovanja na uređenom tržištu za društvo za upravljanje pripadaju jednom financijskom konglomeratu. ZOIFJP je kao *lex specialis* izričito zabranio sukobe interesa između depozitara, društva za upravljanje i ulagatelja. Isto je tako to učinio i ZTK kod obavljanja poslova brokerskog, odnosno investicijskog društva (čl. 53. ZTK). Općenito o sukobu interesa na tržištu financijskim uslugama vidi pregledno u Kumpan, C., Leyens, P. C., Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation, European Company and Financial Law Review, 1, 2008.

⁶⁹⁴ Obveza depozitara da djeluje u isključivom interesu depozitara dosljedno je provedena i u komparativnim pravima. Primjerice: § 70. st. 1. KAGB-a za Njemačku, § 44. st. 2 InvFG-a za Austriju, čl. 20. Loi du 17 décembre 2010. za Luksemburg.

⁶⁹⁵ Ovaj zaključak jasno proizlazi iz činjenice što depozitar ne smije djelovati kao zastupnik pojedinog ulagatelja, već depozitar obavlja poslove u odnosu na cijelu zasebnu imovinu UCITS fonda (čl. 215. ZOIFJP). Isto za

uloga povjerenika u odnosu na ulagatelje,⁶⁹⁶ odnosno, između depozitara i ulagatelja nastaje povjerenički odnos. Iako postoje druge odredbe kojima se propisuju obveze depozitara koje imaju za cilj zaštitu interesa ulagatelja, ovo načelo je krovno načelo i ono najbolje opisuje smisao depozitareva postojanja u investicijskom trokutu – zaštitna funkcija u isključivom interesu ulagatelja.

No, s obzirom da depozitar ulazi u investicijski posao radi svog vlastitog financijskog interesa, odnosno radi stjecanja vlastite dobiti, postavlja se pitanje u kojoj mjeri i na koji način će depozitar sprovesti u život načelo da djeluje u isključivom interesu ulagatelja. Depozitar u obavljanju poslova depozitara, prije svega mora poštivati odredbe ZOIFJP-a i ugovora o obavljanju poslova depozitara kojega je sklopio s društvom za upravljanje. Čl. 219 st. 1 ZOIFJP-a propisuje da je u obavljanju poslova depozitara, depozitar dužan postupati s pažnjom dobrog stručnjaka, i to u skladu s načelom savjesnosti i poštenja.

Uvođenje standarda prema kojem je depozitar dužan djelovati u isključivom interesu ulagatelja jasno označava kako će se riješiti suprotstavljeni interesi depozitara i ulagatelja - depozitar će se morati suzdržati od radnje kojom bi ispunio svoj vlastiti interes, ako bi to bilo protivno s interesima ulagatelja. Dakle, on je dužan postupiti u skladu s interesima ulagatelja.⁶⁹⁷ To će se odnositi i na situacije kada depozitar postupi u skladu sa zakonom i ugovorom, ali se pri donošenju odluka mora rukovoditi interesima ulagatelja.

Primjerice, smatramo da se ovim načelom depozitar valja voditi i kada se kao kreditna institucija nalazi u položaju da je ujedno 100 %-tni ili kvalificirani imatelj udjela ili dionica u društvu za upravljanje UCITS fonda.⁶⁹⁸ U tim slučajevima, depozitar bi se trebao suzdržati od davanja uputa, a posebice uputa za štetne pravne poslove po društvo za upravljanje, koje ne bi bile u isključivom interesu ulagatelja. Nadalje, primjenu načela djelovanja u isključivom interesu ulagatelja možemo promatrati i kroz postupanje depozitara kada provodi naloge društva za upravljanje za kupnju određenih financijskih instrumenata gdje to može obaviti u najkraćem mogućem roku ili može u što kraćem roku proknjižiti primljene uplate na zasebnu imovinu fonda što će se odmah odraziti i na vrijednosti udjela ulagatelja UCITS fonda ili kada odluči da neće delegirati pohranu nad određenim financijskim instrumentima, iako su

njemačko pravo vidi: Beckmann, K., u Beckmann, K., Scholtz, R.-D., Vollmer, L. (ur.), op. cit. u bilj. 211., § 22 InvG Rbr. 8.

⁶⁹⁶ Tako se i u njemačkom pravu smatra da depozitar ima tzv. „*treuhänderischen Stellung*“ prema ulagateljima. Vidi: Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 90; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2465; Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 62; Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 12.c KAGG Rbr. 6. Za austrijsko pravo vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/155.

⁶⁹⁷ Tako i za njemačko pravo vidi: Beckmann, K., u Beckmann, K., Scholtz, R.-D., Vollmer, L. (ur.), op. cit. u bilj. 211., § 22 InvG Rbr. 7.

⁶⁹⁸ Pitanje kapitalne povezanosti depozitara i društva za upravljanje obrađeno je u poglavlju 3.2.1.2.

zadovoljeni svi uvjeti za delegaciju jer smatra da to ipak nije u najboljem interesu ulagatelja i drugo.

3.2.2.1. Dužnost depozitara da poslove depozitara vodi odvojeno od ostalih poslova koje pruža kao kreditna institucija

S obzirom na to da depozitar kao kreditna institucija svojim klijentima nudi niz financijskih usluga, da bi se spriječio sukob interesa unutar same kreditne institucije u odnosu na financijske usluge koje nudi, ZOIFJP je u čl. 218. st. 1. izrijekom odredio da poslovi depozitara, u okviru čega izdvaja poslove pohrane i administriranja zasebne imovine UCITS fonda, moraju biti ustrojstveno odvojeni od ostalih poslova koje je depozitar ovlašten obavljati kao kreditna institucija. Dužnost ustrojstvenog odvajanja poslova depozitara od drugih poslova kreditne institucije nadovezuje se na načelo dužnosti depozitara da djeluje u isključivom interesu ulagatelja te ujedno služi provedbi tog načela.

Ispunjenje ove obveze depozitar je dužan osigurati putem svoje organizacijske strukture i internih akata.⁶⁹⁹ Tu se radi o obvezi depozitara da uspostavljanjem organizacije unutarnjeg korporativnog upravljanja spriječi nastajanje sukoba interesa između depozitara i svoga osnivača ili imatelja kvalificiranog udjela u depozitaru,⁷⁰⁰ ulagatelja i društva za upravljanje.⁷⁰¹

⁶⁹⁹ Čl. 219. st. 3. ZOIFJP.

⁷⁰⁰ O mogućem utjecaju vlasničke strukture, odnosno o strukturi dioničara unutar kreditnih institucija na poslovanje kreditnih institucija (*bank performance*) i razine rizika koje je spremna preuzimati, kao specifičnom problemu u okviru korporativnog upravljanja bankama vidi: Böhm, C., Risk-Adjusted Performance and Bank Governance Structures, Frankfurt am Main, 2012., str. 133 i dalje. Studija koju je navedeni autor proveo ukazuje da struktura dioničara u bankama više utječe na *performance* banke nego na stupanj rizičnosti.

⁷⁰¹ Korporativno upravljanje u bankama izdvojilo se po svojoj važnosti od općeg korporativnog upravljanja u društvima nakon financijske krize iz 2008. godine. Naime, upravo je navedena financijska kriza ukazala na to da i banke imaju specifične probleme vezane uz korporativno upravljanje, u vezi s čim se pokrenula rasprava jesu li nastanku financijske krize pridonijeli neučinkoviti sustavi korporativnog upravljanja u bankama koji nisu spriječili, tj. nisu dovoljno kontrolirali dopuštene rizike u pojedinim sektorima kao i njihovo prelijevanje iz jednog u drugi sektor načelno odvojenih organizacijskih jedinica. Većinom se problemi uočeni u korporativnom upravljanju drugih društava, kao što su sukobi interesa između principala – dioničara i agenata – članova uprave društva, te postupanje društva prema trećima, javljaju i u korporativnom upravljanju bankama. Za razliku od drugih društava, specifičnost korporativnog upravljanja u bankama jest da uprava banke, osim o interesima svojih dioničara, mora voditi računa i o interesima imatelja obveznica koje je izdala banka (tzv. *debtholders*) radi prikupljanja kapitala. Također, dodatni izazovi u korporativnom upravljanju bankama su i povećana regulacija i nadzor nad bankama što se zbog opsežnog zadiranja u organizacijsku strukturu i interne akte banaka, također smatra dijelom unutarnjeg korporativnog upravljanja u bankama. Vidi o tomu u: Hopt, K. J., Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis, u Wymeersch, E., Hopt, K. J., Ferrarini, G. (ur.), Financial Regulation and Supervision, A Post-Crisis Analysis, Oxford, 2012., str. 341 i dalje. Vidi još i: Spong, K., Sullivan, R. J., Corporate Governance and Bank Performance, u Gup, B. E. (ur.), Corporate Governance in Banking, A Global Perspective, Cheltenham, 2007.; Tomasic, R., The failure of corporate governance and the limits of law: British banks and the global financial crisis, u Sun, W., Stewart, J., Pollard, D. (ur.), Corporate Governance and the Financial Crisis, International Perspectives, Cambridge, 2011.

Pri tome Pravilnik o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda detaljnije propisuje koje organizacijske i tehničke uvjete⁷⁰² depozitar mora zadovoljiti.

Izdvajamo organizacijski uvjet koji depozitar mora zadovoljiti, a to je da organizacijska jedinica koja obavlja poslove depozitara bude fizički odvojena od drugih organizacijskih jedinica koje depozitar kao kreditna institucija ima.⁷⁰³ Vezano uz to, depozitar je dužan propisivati i primjenjivati način komunikacije i međusobni odnos te način protoka informacija i podataka između te organizacijske jedinice i drugih dijelova depozitara.⁷⁰⁴ Pri tomu nije određeno znači li to da se organizacijska jedinica koja unutar kreditne institucije obavlja poslove depozitara ne može nalaziti na istom katu zgrade, ili pak niti u istoj zgradi kao ostale organizacijske jedinice kreditne institucije, kako se provodi organizacijska odvojenost kada govorimo o pristupu računalnim sustavima unutar kreditne institucije koji generiraju različite podatke i drugo.⁷⁰⁵ Dakle, način provođenja ovih uvjeta prepušten je kreditnim institucijama.

Ispunjenje organizacijskih i tehničkih zahtjeva uvjet je da depozitari mogu obavljati poslove depozitara za UCITS fondove, što HANFA kontrolira *ex ante* pri odlučivanju hoće li društvu za upravljanje dati suglasnost za izbor depozitara.⁷⁰⁶ Propust ustrojstvenog odvajanja poslova depozitara od drugih poslova koje obavlja kao kreditna institucija spada u teže prekršaje depozitara.⁷⁰⁷ Pored nadzora HANFE, interni nadzor nad time je li uspostavljena odgovarajuća organizacijska struktura i jesu li doneseni interni akti depozitara dana je u nadležnost tijela depozitara koje, unutar organizacije depozitara, mora biti neovisno od uprave depozitara.⁷⁰⁸

⁷⁰² Tehnički uvjeti koje depozitar mora ispuniti neće se nadalje obrađivati. Pravilnik o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda u čl. 5. propisuje da će se smatrati da depozitar ispunjava tehničke uvjete za obavljanje poslova depozitara ako minimalno posjeduje: adekvatan informacijski sustav, programsku podršku za obavljanje poslova depozitara, uspostavljene komunikacijske veze za primanje uputa i opću komunikaciju s klijentima putem SWIFT-a, telefaksa, telefona i interneta, te uspostavljene pisane postupke za primanje uputa klijenata za raspolaganje financijskim instrumentima i novčanim sredstvima.

⁷⁰³ Vidi čl. 4. st. 1. t. 3. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁷⁰⁴ Vidi čl. 4. st. 1. t. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. U istom članku Pravilnik navodi i sljedeće organizacijske uvjete koje depozitar mora ispuniti, odnosno što je dužan propisati i primjenjivati: sistematizaciju radnih mjesta organizacijske jedinice koja obavlja poslove depozitara s pojedinim radnim zadacima, odgovornostima i ovlaštenjima; način obavljanja poslova depozitara iz članka 215. ZOIFJP-a; sustav interne kontrole koji osigurava poštovanje internih odluka i procedura, te način osiguravanja sigurnosti, cjelovitosti i tajnosti podataka, vodeći računa o njihovoj vrsti.

⁷⁰⁵ Za organizaciju informacijskog sustava indikativne su Smjernice za provedbu revizije informacijskog sustava subjekata nadzora revizorskih društava koje je donijela HANFA 7. veljače 2014., <http://www.hanfa.hr/getfile/40452/Smjernice%20za%20provedbu%20revizije%20inf.sustava%20subjekata%20nadzora%20od%20strane%20revizorskih%20dru%C5%A1tava.pdf> (13.3.2014.).

⁷⁰⁶ Vidi čl. 2. st. 2. t. 8. zajedno s čl. 3. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Potonji propisuje da kreditne institucije mogu obavljati poslove depozitara samo ako ispunjavaju organizacijske i tehničke uvjete koji su propisane ZOIFJP-om i navedenim pravilnikom.

⁷⁰⁷ Vidi čl. 380. st. 1. t. 10. ZOIFJP-a. Utvrdi li se da je depozitar počinio teži prekršaj prema odredbama ZOIFJP-a, može se kazniti novčanom kaznom u iznosu od 200.000,00 do 500.000,00 kuna.

⁷⁰⁸ Čl. 219. st. 3. ZOIFJP.

Kada depozitar delegira poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda, kao jedan od uvjeta koji mora biti ispunjen jest da dokaže da poddepozitar ispunjava i da će za trajanja ugovora o delegiranju kontinuirano ispunjavati zahtjeve, između ostalih, i iz čl. 218. ZOIFJP-a,⁷⁰⁹ u što spada i obveza ustrojstvenog odvajanja poslova pohrane zasebne imovine UCITS fondova i od ostalih poslova koje depozitar, odnosno poddepozitar obavlja.

Zahtjev da se u okviru kreditnih institucija, ali i drugih financijskih posrednika/intermedijara osnivaju ustrojstveno razdvojene organizacijske jedinice koje pružaju klijentima različite financijske usluge u literaturi se popularno naziva, tzv. kineski zid (*Chinese Wall*).⁷¹⁰ Taj pojam uključuje donošenje internih akata, uspostavu takve organizacije, odnosno osiguranje fizičke odvojenosti osoba čime se želi stvoriti zid, tj. spriječiti da povjerljive informacije do kojih je došla jedna organizacijska jedinica unutar, primjerice kreditne institucije, budu dostupne i drugim organizacijskim jedinicama unutar te iste kreditne institucije.⁷¹¹ Bez postojanja zahtjeva za ovakvom odvojenošću, kreditna institucija ne bi mogla pružati sve financijske usluge koje pruža zbog sukoba interesa u kojemu bi se nalazila prema svojim klijentima.⁷¹²

Načini uspostave, tzv. kineskih zidova u praksi su vrlo različiti – od toga da jedna osoba ne smije obavljati različite poslove koji bi doveli u pitanje njenu nepristranost (a time i nastao stalni izvor sukoba interesa unutar kreditne institucije), do fizičkog izmještanja pojedinih organizacijskih jedinica na različite lokacije unutar (ili čak izvan) poslovne zgrade, uz uvođenje obvezatne kontrole ulaska u određene odjele i drugo.⁷¹³ Unatoč tome što se naglašava važnost uspostave metode segregacije, tj. važnost podizanja kineskog zida, ne postoje opća načela niti pravila kako se isti ima izgraditi. Osim općih smjernica da iste osobe ne smiju raditi određene poslove ili da organizacijske jedinice moraju biti fizički odvojene, način razdvajanja poslova unutar organizacija, što uključuje i kreditne institucije, prepušten je odlučivanju i djelovanju samih organizacija. Radi se, o tzv. pristupu „*firm-by-firm basis*“ gdje

⁷⁰⁹ Vidi čl. 226. st. 1.d. ZOIFJP-a.

⁷¹⁰ U financijskom se svijetu tako popularno govori o službenicima/financijerima koji rade iza Kineskog zida, tj. iza *Chinese Wall*, koji ih razdvaja od ostalih službenika koji rade u istoj firmi, tj. društvu, a posebice od onih koji imaju svakodnevni kontakt s ulagateljima. Ovakvu se poslovnu praksu također označava pojmom „*compartmentalization*“. Vidi: Geddes, H. R., *An Introduction to Corporate Finance, Transactions and Techniques*, Cornwall, 2006., str. 3.

⁷¹¹ Mcvea navodi svojevrstu definiciju *Chinese Wall*-a, koju smatramo da valja citirati zbog njezine jasnoće. Ona glasi: „... a self-enforced informational barrier consisting of systematic, as opposed to ad hoc, procedural and structural arrangements. These arrangements are designed to stem the flow of knowledge (in particular, unpublished price sensitive knowledge) between different divisions within a multi-capacity financial intermediary with conflicting interests and obligations“. Vidi: Mcvea, H., *Financial Conglomerates and the Chinese Wall, Regulating Conflicts of Interest*, Oxford, 1993., str. 123.

⁷¹² Tako i Geddes, H. R., op. cit. u bilj. 710., str. 4.

⁷¹³ Tako i Geddes, H. R., op. cit. u bilj. 710., str. 4.

će podizanje kineskog zida primarno ovisiti o strukturi i veličini pojedine organizacije koja primjenjuje ovu metodu. Nedostaci ovakvog pristupa, između ostaloga, sastoje se u tome da se društva zbog nedostatka propisanih kriterija ne mogu uvijek osloniti da će metode razdvajanja pojedinih organizacijskih jedinica koje su oni primijenili biti dovoljne da ih se ne poziva na odgovornost za eventualne povrede tih obveza. Također, to znači da nema ujednačenih kriterija koji bi omogućili isti, tzv. *level playing field* za društva koja pružaju istu vrstu usluga svojim klijentima, čime se omogućuje da društva, kao primjerice kreditne institucije mogu primjenjivati različitu kvalitetu razdvajanja organizacijskih jedinica, tj. kineskog zida, a čega klijenti ne moraju nužno biti ni svjesni.⁷¹⁴

Svakako će učinkovitije odvajanje pojedinih odjela radi sprječavanja sukoba interesa unutar pojedine kreditne institucije biti jedan od elemenata koje će ta kreditna institucija htjeti prezentirati novim klijentima, te na kojima će graditi vlastitu promidžbu s ciljem povećanja svog poslovnog ugleda.⁷¹⁵ To opet poticajno djeluje na očuvanje povjerenja postojećih i privlačenje novih klijenata.

Unatoč rečenome, i dalje ostaje upitno postiže li se izgradnjom kineskog zida učinkovita zaštita klijenta, odnosno ulagatelja u okviru kreditne institucije.⁷¹⁶ Međutim, u nedostatku drugih rješenja, posebice u smislu nepovoljnog učinka kojeg bi imala potpuna zabrana da jedna kreditna institucija pruža različite financijske usluge koje mogu dovesti do sukoba interesa između kreditne institucije i njenih klijenata na tržištu kapitala, zakonodavci redovito nastoje riješiti opisane sukobe interesa propisivanjem primjene ustrojstvenih odvajanja pojedinih organizacijskih jedinica kao što je to propisano i u čl. 218. st. 1. ZOIFJP-a. Provođenje ustrojstvenog odvajanja poslova depozitara još je nadalje regulirano odredbama ZOIFJP-a i pravilnika HANFE kroz obvezu o personalnoj i organizacijskoj odvojenosti između depozitara i društva za upravljanje.

⁷¹⁴ Tako i Mcvea, H., op. cit. u bilj. 711., str. 125.

⁷¹⁵ Iako je ugled kreditne institucije tradicionalno igrao važnu ulogu na kompetitivnom tržištu kapitala, Macey u svojoj knjizi zastupa mišljenje da je tradicionalnu ulogu ugleda određenog društva na američkome tržištu zamijenila uloga regulatora, odnosno da se klijenti i ulagatelji više oslanjaju na zakonodavnu regulativu da će ih zaštititi od prijevarnih ponašanja društva/kreditne institucije nego na sam ugled pojedinog društva/kreditne institucije. Kao tri glavna razloga takve promjene, Macey navodi sljedeće. Prvo, zbog unaprjeđenja informatičke tehnologije smanjila se cijena otkrivanja informacija o pojedincima koji rade unutar određenog društva. Stoga su pojedinci kao što su odvjetnici, brokeri, investicijski bankari, računovođe, revizori i drugi više zainteresirani za stvaranje vlastitog ugleda no ugleda samog društva za koje rade. Drugo, pravo i pravna regulativa služe kao zamjena za tzv. „*reputational capital*“. Macey se kritički osvrće na ovakav trend komentirajući da je financijska kriza iz 2008. godine jasno pokazala da oslanjanje na zakonodavnu regulativu financijskog tržišta ne može zamijeniti oslanjanje na ugled koji je određeno društvo/kreditna institucija stvorila svojim postojanim poslovanjem na tržištu kapitala. Treće, Macey smatra da je općenito financijski svijet postao u tolikoj mjeri kompleksan zbog iznimno složenih financijskih instrumenata da su tradicionalne menadžere tzv. „*Old School Finance*“ zamijenili, kako ih on naziva, tzv. „*rocket scientists*“. Vidi: Macey, J. R., *The death of corporate reputation, How Integrity has been destroyed on Wall Street*, New Jersey, 2013., str. 2 i dalje.

⁷¹⁶ Tako i Mcvea, H., op. cit. u bilj. 711., str. 125.

3.2.3. Dužnost depozitara da djeluje nezavisno od društva za upravljanje

I depozitar i društvo za upravljanje su dužni djelovati u interesu ulagatelja. Osnovni preduvjet za ostvarenje ovog načela nezavisnost je depozitara i društva za upravljanje u obavljanju poslova za fond.⁷¹⁷ Tako ZOIFJP u čl. 219. st. 1. propisuje da je depozitar u izvršavanju poslova depozitara dužan djelovati neovisno o društvu za upravljanje, ali također, neovisno i o svojem osnivaču ili imatelju kvalificiranog udjela.

Odredbe ZOIFJP-a kojima se provodi ovo načelo možemo podijeliti na odredbe o kapitalnoj razdvojenosti o kojoj je više rečeno u poglavlju 3.2.1.2. te o organizacijskoj i personalnoj razdvojenosti depozitara i društva za upravljanje. U nastavku će se analizirati uvjeti koji moraju biti zadovoljeni za ispunjenje zahtjeva za organizacijskom i personalnom odvojenosti depozitara i društva za upravljanje.

3.2.3.1. Organizacijska razdvojenost depozitara od društva za upravljanje

Zahtjev da društvo za upravljanje i depozitar ne smiju biti organizacijski povezani postavljen je u čl. 32. st. 2. ZOIFJP-a. Na prvi pogled izgleda da je ova odredba nomotehnički suvišna s obzirom na to da čl. 213. st. 6. ZOIFJP-a propisuje da niti jedan subjekt ne smije djelovati i kao društvo za upravljanje i kao depozitar.

Smatramo da se čl. 32. st. 2. ZOIFJP-a ima tumačiti kao zahtjev da kreditna institucija ustrojstveno odvoji organizacijsku jedinicu koja obavlja poslove depozitara u odnosu na organizacijske jedinice unutar kreditne institucije koje mogu obavljati i druge poslove za društvo za upravljanje.⁷¹⁸ U tom smislu čl. 32. st. 2. ZOIFJP-a treba promatrati kao nadogradnju čl. 218. st. 1. ZOIFJP-a koji propisuje ustrojstvenu odvojenost organizacijske jedinice koja obavlja poslove depozitara od ostalih poslova koje je depozitar ovlašten obavljati kao kreditna institucija. Također, propust depozitara da ustrojstveno odvoji poslove depozitara od ostalih poslova koje obavlja za društvo za upravljanje spada među teže prekršaje depozitara.⁷¹⁹

⁷¹⁷ Tako i za njemačko pravo vidi Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 22 InvG Rbr. 2; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 125.

⁷¹⁸ Zahtjev za organizacijskom razdvojenosti depozitara od društva za upravljanje postavljen je i u čl. 25. st. 2. UCITS V Direktive.

⁷¹⁹ Vidi čl. 380. st. 1. t. 10. ZOIFJP-a.

Dakle, zahtjev organizacijske razdvojenosti depozitara i društva za upravljanje valja promatrati u okviru dužnosti depozitara da poslove depozitara vodi odvojeno od ostalih poslova koje pruža kao kreditna institucija, a što je obrađeno u poglavlju 3.2.2.1.

3.2.3.2. Personalna razdvojenost depozitara od društva za upravljanje

Zahtjev za personalnom razdvojenošću između depozitara i društva za upravljanje izrijekom je propisan ZOIFJP-om. Tako čl. 219. st. 4. propisuje da upravitelji depozitara, odnosno članovi uprave depozitara, kao i prokuristi, punomoćnici i ostali radnici depozitara ne smiju biti radnici društva za upravljanje. Ista je zabrana recipročno predviđena i za društvo za upravljanje u odnosu na depozitara. Tako čl. 219. st. 5. ZOIFJP-a izrijekom predviđa da članovi uprave, kao i prokuristi, punomoćnici i ostali radnici ne smiju biti radnici depozitara. U slučaju delegacije poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda na poddepozitara, depozitaru je delegacija dopuštena samo ako i poddepozitar ispunjava i kontinuirano će ispunjavati opisane zahtjeve za personalnom razdvojenošću,⁷²⁰ u tom slučaju, između poddepozitara i društva za upravljanje.

Ex ante kontrolu nad ispunjenjem opisanih zahtjeva za personalnom razdvojenošću depozitara i društva za upravljanje obavlja HANFA. Već u zahtjevu za izdavanje suglasnosti na izbor depozitara kojeg društvo za upravljanje podnosi HANFI, društvo za upravljanje je dužno uz njega priložiti izjavu depozitara da ne postoje zakonske zapreke u smislu čl. 219. st. 4. i čl. 219. st. 5. ZOIFJP-a.⁷²¹ U suprotnom HANFA bi trebala uskratiti suglasnost društvu za upravljanje za izbor depozitara.

Pojavi li se ipak personalna povezanost između depozitara i društva za upravljanje, ZOIFJP je propisao prekršajnu odgovornost, ali ne depozitara ili društva za upravljanje, već članova uprave, prokurista, punomoćnika i drugih zaposlenika depozitara, odnosno društva za upravljanje koji postupaju protivno odredbama čl. 219. st. 4. i čl. 219. st. 5. ZOIFJP-a.⁷²²

Navedenim odredbama nastoji se spriječiti da iste osobe obavljaju poslove depozitara i društva za upravljanje za UCITS fond. Dode li ipak do kršenja, smatramo da su time prekršaj počinili i društvo za upravljanje i depozitar, a ne samo osobe koje su istovremeno obavljale poslove za oba subjekta, tj. odgovorne osobe. *De lege ferenda*, smatramo da bi se prekršajna

⁷²⁰ Vidi čl. 226. st. 1.d. ZOIFJP-a.

⁷²¹ Čl. 2. st. 2. t. 6. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁷²² Vidi čl. 376. st. 6. i čl. 376. st. 7. ZOIFJP-a. Navedene osobe mogu biti kažnjene novčanom kaznom od 20.000.00 do 50.000.00 kuna.

odgovornost trebala predvidjeti i za društvo za upravljanje i za depozitara kao pravne osobe u slučaju da prekrše odredbe o personalnoj razdvojenosti između njih.

3.3. Obveze depozitara prema ZOIFJP-u

Poslovi depozitara propisani su prisilnim odredbama ZOIFJP-a, a depozitar ih se obvezuje preuzeti na temelju ugovora o obavljanju poslova depozitara sklopljenim s društvom za upravljanje. Temeljni propis koji uređuje dužnosti i obveze depozitara nalazi se u čl. 215. ZOIFJP-a.⁷²³ Pri tome valja primijetiti da u navedenoj odredbi obveze depozitara nisu taksativno nabrojene, te depozitar na temelju sklopljenog ugovora može preuzimati i druge poslove prema društvu za upravljanje i ulagateljima UCITS fonda.⁷²⁴ U nastavku će se ispitati pojedini poslovi koje je depozitar ovlašten i dužan obavljati za UCITS fond.

3.3.1. Pohrana i vođenje računa zasebne imovine UCITS fonda

Osnovna zadaća depozitara jest pohrana zasebne imovine UCITS fonda,⁷²⁵ koju izrijekom uvodi UCITS I Direktiva, u čl. 7. st. 1.⁷²⁶ Obveza pohrane zasebne imovine UCITS fonda ima šire značenje za ulogu depozitara od tehničkog obavljanja poslova pohrane za pojedine stavke zasebne imovine UCITS fonda. U okviru investicijskog trokuta, razlog što je depozitaru dana ova obveza jest da se spriječi pronevjera i bilo koji oblik protuzakonitog otuđenja zasebne imovine UCITS fonda od strane društva za upravljanje, čime se postiže kontrola depozitara nad raspolaganjem zasebnom imovinom UCITS fonda, te štite interesi ulagatelja.⁷²⁷ U biti,

⁷²³ U nastavku su analizirane svaka od dužnosti, odnosno poslova depozitara koji su predviđeni u čl. 215. ZOIFJP-a. Te se poslove može podijeliti u odnosu na njihov sadržaj i prema sljedećim kategorijama: obveze depozitara u svezi s pohranom zasebne imovine UCITS fonda, obveze depozitara u svezi s odjeljivanjem zasebne imovine UCITS fonda, nadzorne ovlasti depozitara u odnosu na društvo za upravljanje, unutar čega treba razlikovati ovlasti depozitara povezane s udjelima i osiguranja zakonitog korištenja prihoda, ovlast depozitara da kontrolira poštuju li se investicijski ciljevi i ograničenja ulaganja te ovlasti depozitara vezane uz izračun neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijenu udjela, zatim servisno-tehničke ovlasti depozitara sa ili bez nadzornih ovlasti, dužnosti depozitara vezano uz pristup i razmjenu podataka te dužnost depozitara da izvještava i prijavljuje nepravilnosti ili kršenje propisa. Vidi u Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 287 i dalje.

⁷²⁴ Vidi čl. 215.k ZOIFJP.

⁷²⁵ Čl. 231. st. 1. i čl. 215.a ZOIFJP.

⁷²⁶ Točni tekst čl. 7. st. 1. UCITS I Direktive glasi: „*A unit trust's assets must be untrusted to a depositary for a safe-keeping.*“

⁷²⁷ Tako i za njemačko pravo vidi: Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2472; Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 54; Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 122; Wendt, P., op. cit. u bilj. 97., str. 67; Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 58; Reiss, M., op. cit. u bilj. 104., str. 343. Tako i za austrijsko pravo: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/146.

držanje zasebne imovine UCITS fonda u pohrani kod depozitara smatra se ključnim za zaštitu ulagatelja u okviru UCITS zakonodavstva.⁷²⁸

U konzultacijama provedenim na razini EU-a, a radi unaprjeđenja pravnog uređenja depozitara UCITS fondova i radi pružanja veće zaštite ulagateljima UCITS fondova nakon UCITS IV Direktive, većina se sudionika izjasnila da ulagatelji koji ulažu u UCITS fondove ne bi smjeli snositi veći rizik gubitka imovine zbog insolventnosti depozitara, prijevarnog postupanja i drugog rizika kojeg ulagatelji snose kada novčana sredstva polažu, tj. deponiraju na banku.⁷²⁹ Ovakav se stav opravdava argumentima da u UCITS fondove mahom ulažu mali ulagatelji, kojima ulaganje u kolektivne oblike ulaganja kao što su UCITS fondovi zamjenjuje klasičnu štednju koja se ostvaruje kroz novčani polog na bankovni račun i očekivanu kamatu na oročena sredstva.⁷³⁰ Pri tomu se smatra da upravo depozitar koji pohranjuje zasebnu imovinu UCITS fonda ima ključnu ulogu.

Radi veće zaštite ulagatelja, hrvatski zakonodavac je u ZOIFJP-u preciznije odredio obveze depozitara pri obavljanju poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda. Tako je uz opću obvezu pohrane zasebne imovine UCITS fonda, ZOIFJP izričito predvidio i način pohrane te imovine,⁷³¹ za razliku od ZIF-a 05 koji je samo predviđao opću obvezu depozitara da pohranjuje zasebnu imovinu fonda.⁷³² Valja napomenuti da su odredbe, vezane uz obvezu pohrane zasebne imovine UCITS fondova, ostale u potpunosti neizmijenjene od UCITS I Direktive iz 1985. do UCITS IV Direktive iz 2009., gdje se spominjala tek opća obveza da depozitar pohranjuje imovinu.⁷³³ ZOIFJP-om je hrvatski zakonodavac usvojio rješenja koja su u trenutku njegova donošenja tek anticipirana u prijedlogu UCITS V Direktive,⁷³⁴ a zatim u identičnom obliku i usvojena u UCITS V Direktivi.⁷³⁵

⁷²⁸ Vidi Moloney, N., op. cit. u bilj. 6., str. 154.

⁷²⁹ Summary of responses to UCITS depositaries consultation paper, op. cit. u bilj. 574., str. 7.

⁷³⁰ Na EU razini mali ulagatelji primarno štede polaganjem novca na bankovni račun, zatim ulažu u kombinirane proizvode životnih osiguranja s elementom investicijskog ulaganja, a ulaganja u kolektivne oblike ulaganja kao što su UCITS fondovi dolaze na trećem mjestu, s otprilike 15 %. Izravna ulaganja u dionice i druge financijske instrumente dolaze iza kolektivnih oblika ulaganja, s otprilike 10 %. Iako su postotci ulaganja malih ulagatelja u kolektivne oblike ulaganja relativno mali, sagledano iz šire perspektive, pokazuju trend odstupanja od klasičnog oblika štednje polaganjem novca na oročenu štednju, te orijentacije k novim oblicima štednje kroz proizvode koji se nude na organiziranom tržištu kapitala. Upravo je zbog toga razumljiva tendencija EU zakonodavca da te nove investicijske proizvode učini još sigurnijima za male ulagatelje, čime bi se nadalje potaknulo na još veća ulaganja u UCITS fondove. Time se utječe i na cjelokupni razvoj tržišta kapitala koji posredno ima učinak i na razvoj gospodarstva država članica. Vidi Moloney, N., op. cit. u bilj. 6., str. 33 i dalje.

⁷³¹ Čl. 217. ZOIFJP.

⁷³² Čl. 49. st. 1. ZIF 05.

⁷³³ Usporedi čl. 7. st. 1. UCITS I Direktive i čl. 22. st. 1. UCITS IV Direktive, koji su po svom sadržaju isti.

⁷³⁴ Čl. 22. st. 5. Prijedloga UCITS V Direktive.

⁷³⁵ Vidi čl. 22. st. 5. UCITS V Direktive.

Tako je na razini Republike Hrvatske jednako propisana obveza pohrane zasebne imovine UCITS fondova kao i za AIF-ove.⁷³⁶ S donošenjem AIFM Direktive došlo je do neprihvatljive situacije da se ulagateljima u AIF-ovima pruža viša razina zaštite od one koju uživaju ulagatelji u UCITS fondovima, i to jer je AIFM Direktiva, koja sadrži rješenja o načinu pohrane imovine AIF-ova, donesena prije nego što je otpočeo rad na izmjeni UCITS IV Direktive. Stoga je hrvatski zakonodavac izjednačio režim pohrane za AIF-ove i za UCITS fondove.

Unutar obveze pohrane zasebne imovine UCITS fonda, zakonodavac razlikuje dvije kategorije poslova.⁷³⁷ Prva kategorija označava poslove skrbništva - depozitar je dužan u skrbništvu držati financijske instrumente koji ulaze u zasebnu imovinu UCITS fonda (*custody duties*).⁷³⁸ U tu svrhu ključno je odrediti koje je to financijske instrumente depozitar dužan držati u skrbništvu. Druga kategorija poslova pohrane označava depozitarevu obvezu da provjerava i potvrđuje (*verification*) zasebnu imovinu UCITS fonda, odnosno da potvrđuje da određena imovina pripada fondu i vodi o njoj evidencije (*asset monitoring duties*).⁷³⁹ Hrvatski zakonodavac je uz to propisao i da je depozitar dužan držati neplasirana novčana sredstva koja ulaze u zasebnu imovinu fonda na odvojenim transakcijskim računima za poslovne namjene (*cash flows duties*).⁷⁴⁰

U obavljanju poslova pohrane zasebne imovine fonda depozitar je dužan pridržavati se i provoditi načelo držanja zasebne imovine svakog UCITS fonda kojemu pruža usluge depozitara na odvojenim računima,⁷⁴¹ odvajati vlastitu imovine od zasebne imovine fonda⁷⁴² o

⁷³⁶ Čl. 217. ZOIFJP-a po svom je sadržaju jednak čl. 232. ZAIF-a.

⁷³⁷ UCITS V Direktiva napokon nastoji jasnije razgraničiti dužnosti depozitara vezano uz pohranu. Vezano uz to, javljaju se i određeni pojmovi na engleskom jeziku koje valja razumjeti. Tako se glavnu obvezu depozitara da pohranjuje imovinu fonda označava kao „*safekeeping*“. *Safekeeping* se nadalje dijeli na *custody* koji označava obvezu depozitara da u skrbništvu drži financijske instrumente koji se kao takvi mogu držati kod depozitara u skrbništvu, i na *asset monitoring* koji označava obvezu verifikacije ostale imovine fonda, tj. obvezu da depozitar provjerava i potvrđuje da određena imovina pripada fondu i da to tome vodi odgovarajuće evidencije. Dakle, obveze skrbništva kada je to primjenjivo s obzirom na financijske instrumente u koje UCITS fond ulaže i potvrda i provjera zasebne imovine fonda spadaju pod širi pojam pohrane zasebne imovine fonda. I obveza skrbništva i obveza potvrde i provjere zasebne imovine UCITS fonda mogu se delegirati na treće osobe, pod uvjetima određenim u ZOIFJP-u (čl. 226. st. 1. ZOIFJP). O uvođenju pojmova *custody* i *asset monitoring* u okviru *safekeeping* funkcije depozitara vidi više u: European Commission, Internal Market nad Services DG, Consultation Paper on the UCITS depositary function and on the UCITS managers remuneration, Brussels, 14. prosinca 2010., http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/ucits/consultation_paper_en.pdf (7. 4. 2014.) (dalje u tekstu: Consultation Paper on the UCITS depositary function and on the UCITS managers remuneration).

⁷³⁸ Čl. 217. st. 1.a i čl. 217. st. 2.b ZOIFJP-a.

⁷³⁹ Čl. 217. st. 3. ZOIFJP.

⁷⁴⁰ Čl. 217. st. 3. ZOIFJP-a.

⁷⁴¹ Čl. 217. st. 2. i čl. 215.b ZOIFJP.

⁷⁴² Čl. 218. st. 5. ZOIFJP.

čemu je više rečeno u poglavlju 2.4.3., i ažurno voditi evidenciju o zasebnoj imovini UCITS fonda.⁷⁴³

Analizirat će se obveze depozitara vezano uz pohranu zasebne imovine UCITS fonda, s naglaskom na dvije kategorije poslova depozitara unutar pohrane: skrbništvo nad financijskim instrumentima UCITS fonda i obveza potvrde i provjere zasebne imovine UCITS fonda.

3.3.1.1. Skrbništvo nad financijskim instrumentima UCITS fonda

Skrbništvo nad financijskim instrumentima jedna je od osnovnih financijskih usluga kreditnih institucija.⁷⁴⁴ S obzirom na to da poslove depozitara u Republici Hrvatskoj mogu obavljati samo kreditne institucije i njihove podružnice, depozitar nije dužan pribaviti posebno odobrenje za obavljanje poslova skrbništva nad financijskim instrumentima, već je uz zahtjev za izdavanje suglasnosti za izbor depozitara dovoljno priložiti odobrenje za rad koje je izdao HNB, odnosno nadležno tijelo države članice EU-a.⁷⁴⁵ Ipak depozitar mora ispuniti i dodatne organizacijske i tehničke uvjete da bi mogao pružati uslugu pohrane, odnosno skrbništva financijskih instrumenata UCITS fonda.⁷⁴⁶

ZOIFJP je izrijekom propisao obvezu depozitara da u skrbništvu drži određene financijske instrumente koji ulaze u zasebnu imovinu UCITS fonda.⁷⁴⁷ Prijašnji ZIF 05 nije sadržavao odredbe o načinu pohrane zasebne imovine UCITS fonda. Međutim, pri utvrđivanju odgovornosti depozitara pokazalo se ključnim odrediti koje financijske instrumente je, u okviru obveze pohrane, depozitar dužan držati u skrbništvu, a koju je dužan potvrđivati i provjeravati jer se razlikuje njegova odgovornost. Ako depozitar drži određene financijske instrumente UCITS fonda u skrbništvu, tada nad njima ostvaruje veći stupanj kontrole, te posljedično, ulazi pod „stroži“ režim odgovornosti, tj. objektivnu odgovornost ako dođe do gubitka tih financijskih instrumenata.⁷⁴⁸

Društva za upravljanje UCITS fondova ulažu u razne financijske instrumente, a često je prisutan i prekogranični element, što uključuje i države izvan EU-a. S obzirom na veliki broj

⁷⁴³ Čl. 217. st. 3. ZOIFJP.

⁷⁴⁴ Čl. 8. st. 1. t. 14 ZKI. O razvoju instituta skrbništva o dionicama vidi: Markovinović, H., Tepeš, N., Ostvarivanje prava glasa po dionicama u skrbništvu, u Čulinović-Herc, E., Jurić, D., Žunić Kovačević, N. (ur.), *Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije*, Rijeka, 2011., 343-347. Za komparativni pregled razvoja instituta skrbništva vidi: Haentjens, M., *Harmonisation of Securities Law, Custody and Transfer of Securities in European Private Law*, Hague, 2007.

⁷⁴⁵ Vidi čl. 2. st. 2. t. 4. do t. 6. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Za analizu koji subjekti mogu pružati usluge skrbništva, posebice s obzirom na usklađivanje s EU zakonodavstvom vidi Tepeš, N., op. cit. u bilj. 592., str. 389 i dalje.

⁷⁴⁶ O čemu je više rečeno u poglavlju 3.2.3.1.

⁷⁴⁷ Čl. 217. st. 1. ZOIFJP.

⁷⁴⁸ O tomu će više biti rečeno u poglavlju 4.2.2.

vrsta financijskih instrumenta u koje su UCITS fondovi ovlašteni ulagati, depozitari često delegiraju pohranu financijskih instrumenata drugim subjektima, najčešće u državama gdje su izdani pojedini financijski instrumenti. Delegacija pohrane zasebne imovine UCITS fonda poddepozitarima ukazuje na nedostatnu uređenost pitanja odgovornosti depozitara kada se ta imovina izgubi zbog, primjerice insolventnosti poddepozitara u državama gdje nacionalna zakonodavstva ne inzistiraju na učinkovitom odvajanju imovine depozitara od imovine UCITS fonda. Drugim riječima, delegacija poslova pohrane nosi sa sobom, tzv. regulatorni rizik po ulagatelje UCITS fonda. Mogućnost stečaja skrbnika, i posljedično gubitka pohranjene imovine u skrbništvu, smatra se temeljnim rizikom na strani ulagatelja u okviru poslova skrbništva nad vrijednosnim papirima.⁷⁴⁹ Posebice su recentni slučajevi⁷⁵⁰ ukazali na manjkavost odredbi o pohrani zasebne imovine fonda, što je dovelo i do različitih nacionalnih tumačenja o odgovornosti depozitara. Takvo stanje najviše šteti ulagateljima, koji zbog neujednačenih pristupa pojedinim državama članicama gube učinkovitost zaštite svojih prava.

Kao što je već ranije spomenuto, prvi korak u definiranju obveze pohrane imovine fonda učinjen je s donošenjem AIFM Direktive, koja se primjenjuje na alternativne investicijske fondove, a čija je rješenja hrvatski zakonodavac preuzeo ZAIF-om. Za UCITS fondove u Republici Hrvatskoj, pravno uređenje obveze pohrane zasebne imovine jednako je za UCITS fondove kao i za AIF-ove.⁷⁵¹ Na taj način, hrvatski zakonodavac je u novom ZOIFJP-u usvojio neka od rješenja za UCITS fondove koja su u trenutku njegova donošenja bila sadržana u Prijedlogu UCITS V Direktive, a koji je usklađen s rješenjima iz AIFM Direktive. Na taj način se u Republici Hrvatskoj povećala zaštita ulagatelja UCITS fondova i prije no što je UCITS V Direktiva formalno usvojena. Time se gotovo izjednačio režim odgovornosti depozitara prema ZAIF-u i ZOIFJP-u. Razlika je prisutna kod režima odgovornosti depozitara za delegirane poslove pohrane, gdje je ZOIFJP usvojio stroži režim od ZAIF-a, iako blaži od UCITS V Direktive, o čemu će više biti rečeno u okviru odgovornosti depozitara.

Analizirat će se sadržaj i pravna narav pravnog posla skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda, koje je financijske instrumente depozitar dužan držati u skrbništvu te način izvršavanja poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda.

⁷⁴⁹ O rizicima koji se na strani skrbnika i na strani ulagatelja javljaju u okviru skrbništva nad vrijednosnim papirima vidi Tepeš, N., op. cit. u bilj. 592., str. 399-400.

⁷⁵⁰ Primjerice Lehman Brothers i Madoff. Vidi pregledno o tomu u: Čulinović-Herc, E., Grković, N., Odjeci financijskog skandala Madoff u parničnoj praksi zemalja članica Europske unije na primjeru Luxalpha SICAV, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 63 (3-4), 2013.

⁷⁵¹ Čl. 217. ZOIFJP-a po svom je sadržaju jednak čl. 232. ZAIF-a.

3.3.1.1.1. Pravna narav i sadržaj pravnog posla skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda

U okviru investicijskog posla, postavlja se pitanje dolazi li do sklapanja samostalnog ugovora o skrbništvu nad vrijednosnim papirima ili depozitar pristaje obavljati poslove skrbništva nad vrijednosnim papirima koji ulaze u zasebnu imovinu UCITS fonda u sklopu ugovora o obavljanju poslova depozitara, tj. pri njegovu sklapanju.⁷⁵² Ako se posao skrbništva smatra izdvojenim od ugovora o obavljanju poslova depozitara, tada se otvara i pitanje može li se ugovor o skrbništvu sklopiti s osobom različitom od osobe depozitara.

ZOIFJP izrijekom propisuje da depozitar i društvo za upravljanje sklapaju ugovor o obavljanju poslova depozitara.⁷⁵³ U sklopu ovog ugovora, ZOIFJP kogentno određuje da depozitar preuzima obvezu pohrane zasebne imovine UCITS fonda,⁷⁵⁴ a što obuhvaća i obvezu skrbništva nad određenim financijskim instrumentima UCITS fonda.⁷⁵⁵ Iz ovih odredbi proizlazi da depozitar preuzima obvezu skrbništva na temelju sklopljenog ugovora o obavljanju poslova depozitara, gdje nije potrebno zasebno, pored ovog ugovora, sklapati i ugovor o skrbništvu nad financijskim instrumentima UCITS fonda. Posao pohrane, odnosno skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda smatra se jednim od najvažnijih poslova depozitara UCITS fonda.⁷⁵⁶ Odnosno pohrana zasebne imovine UCITS fonda glavna je činidba depozitara u ugovoru o obavljanju poslova depozitara.

Svaki UCITS fond mora imati jednoga depozitara koji u ugovoru o obavljanju poslova depozitara preuzima sve ZOIFJP-om određene poslove u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda i ulagatelje.⁷⁵⁷ Stoga nije moguće pojedine poslove depozitara ugovarati s različitim osobama, već samo s jednom, koja postaje depozitar ako prethodno zadovolji sve uvjete

⁷⁵² Za njemačko pravo, Müller razmatra tri koncepcije poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda depozitara u odnosu na sklopljen ugovor o obavljanju poslova depozitara. Iako Müller ne razmatra skrbništvo nad vrijednosnim papirima, već širi pojam – pohranu, smatramo da se navedena analiza može analogno primijeniti i na određivanje poslova skrbništva. Naime, razmatra je li obveza pohrane u odnosu na ugovor o obavljanju poslova depozitara samostalni ugovor ili ugovor o obavljanju poslova depozitara u sebi sadrži i obvezu depozitara da pohranjuje zasebnu imovinu UCITS fonda. Valja odrediti je li obveza pohrane samostalna u odnosu na druge obveze koje depozitar preuzima, tj. može li se sklopiti ugovor o pohrani zasebne imovine fonda, bez da se sklopi ugovor o obavljanju poslova depozitara u koji bi ulazile sve ostale obveze depozitara predviđene zakonom. Analizom rješenja zakona, Müller je došao do zaključka da to nije moguće, te da se obveza pohrane ne može tretirati kao samostalna obveza depozitara, odvojena od drugih obveza koje depozitar također preuzima. Ovakvo razmišljanje u skladu je s određenjem pravne naravi ugovora o obavljanju poslova depozitara kao ugovora o nalogu s elementima inominatnog ugovora o službi, a koji sadrži i elemente ugovora o polaganju vrijednosnih papira, tj. pohrane, o čemu je više rečeno u poglavlju 2.2. Müller, G., op. cit. u bilj. 290., str. 92.

⁷⁵³ Čl. 213. st. 3. ZOIFJP.

⁷⁵⁴ Čl. 215.a. ZOIFJP.

⁷⁵⁵ Vidi čl. 217. st. 1. t. 1. i čl. 14. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁷⁵⁶ Tako i za njemačko pravo Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 58 i dalje; Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 24 InvG Rbr. 2.

⁷⁵⁷ Čl. 213. st. 7. ZOIFJP.

prema ZOIFJP-u. Od toga valja razlikovati delegaciju pojedinih poslova depozitara trećim osobama. Naime, depozitar može delegirati poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda, pa tako i skrbništvo nad financijskim instrumentima.⁷⁵⁸ No, i kada delegira, depozitar zadržava odgovornost za delegirane poslove na treće osobe.⁷⁵⁹

Pravni posao skrbništva nad vrijednosnim papirima inominatni je ugovor u hrvatskom pravu.⁷⁶⁰ Iako ga je prijašnji Zakon o tržištu vrijednosnih papira (dalje u tekstu: ZTVP)⁷⁶¹ regulirao, ZTK uređuje samo pojedine pravne aspekte skrbništva.⁷⁶² Od 2002. do 2008.,⁷⁶³ prema ZTVP-u koji je tada bio na snazi, ugovor o skrbništvu nad vrijednosnim papirima bio je određen kao ugovor u kojemu se skrbnik obvezuje za račun nalogodavca obavljati poslove skrbništva, a za to ima pravo na naknadu, tj. proviziju.⁷⁶⁴ Izostanak određenja skrbništva u ZTK-u, u skladu je s poredbenopravnim rješenjima u kojima u pravilu određenje ugovora o skrbništvu nad financijskim instrumentima također izostaje.⁷⁶⁵

Ipak, ovaj se ugovor razvio u praksi zbog čega se smatra tipičnim ugovorom.⁷⁶⁶ Karakteristična činidba skrbnika jest da čuva pohranjene vrijednosne papire i ostvaruje prava koja iz njih proizlaze,⁷⁶⁷ a nalogodavatelj mu za to plaća naknadu. Ugovor o skrbništvu nad vrijednosnim papirima svrstava se u bankarske ugovore,⁷⁶⁸ iako posao skrbništva pored kreditnih institucija mogu obavljati i drugi subjekti kao što su investicijska društva i financijske institucije.⁷⁶⁹ Radi se o konsenzualnom ugovoru,⁷⁷⁰ jer je za njegovo sklapanje ključna suglasnost volja stranaka, a ne samo polaganje, tj. davanje vrijednosnih papira u

⁷⁵⁸ Vidi čl. 226. st. 1. ZOIFJP-a.

⁷⁵⁹ Vidi čl. 223. st. 1. ZOIFJP-a.

⁷⁶⁰ Tako i Markovinović, H., Tepeš, N., Skrbništvo nad vrijednosnim papirima, Zbornik 49. susreta pravnika, Zagreb, 2011., str. 83-84.

⁷⁶¹ NN 84/02, 138/06.

⁷⁶² Takav izvod vidi i kod Markovinović, H., Tepeš, N., op. cit. u bilj. 760., str. 84. Tako ZTK spominje skrbništvo u čl. 5. st. 2. st. 1. kao pomoćnu uslugu koju je investicijsko društvo ovlašteno pružati svojim klijentima, zatim kao izuzetak od obveze obavješćavanja izdavatelja i HANFE o prelaženju ili padanju preko određenih pragova koji se odnose na držanje dionica s glasačkim pravima u uvrštenim društvima (čl. 427. st. 1. ZTK), da račun nematerijaliziranih vrijednosnih papira pri SKDD može glasiti i na investicijsko društvo ili kreditnu instituciju koja pruža usluge skrbništva (čl. 491. st. 3. ZTK), a sam račun može biti otvoren na ime, pod zaporkom ili kao zbirni račun.

⁷⁶³ ZTVP je bio na snazi od srpnja 2002. do srpnja 2008., kada je zamijenjen s novim zakonom – ZTK-om.

⁷⁶⁴ Čl. 69. st. 1. ZTVP.

⁷⁶⁵ Markovinović, H., Tepeš, N., op. cit. u bilj. 760., str. 84-85.

⁷⁶⁶ Galić, K., Bankarski ugovori o skrbništvu nad vrijednosnim papirima, Pravo u gospodarstvu, 5, 1999., str. 836.

⁷⁶⁷ Tako i Markovinović, H., Tepeš, N., op. cit. u bilj. 760., str. 85; Galić, K., op. cit. u bilj. 766, str. 854.

⁷⁶⁸ Galić, K., op. cit. u bilj. 766, str. 836.

⁷⁶⁹ Vidi Tepeš, N., op. cit. u bilj. 592., str. 389 i dalje.

⁷⁷⁰ Tako Gorenc da je ugovor o polaganju vrijednosnih papira konsenzualni ugovor. Vidi Ćesić, Z., Gorenc, V. et al., u Gorenc, V. (ur.), op. cit. u bilj. 229., str. 1293. S obzirom na to da je ugovor o skrbništvu nad vrijednosnim papirima po svojoj pravnoj naravi ugovor o polaganju vrijednosnih papira, iz toga proizlazi i da je i ugovor o skrbništvu nad vrijednosnim papirima konsenzualan ugovor. I u njemačkome se pravu smatra da se radi o konsenzualnom ugovoru. Vidi Kümpel, S., Decker, E., op. cit. u bilj. 460., str. 17.

skrbništvo. Objekt ugovora može biti svaki vrijednosni papir, bez obzira nalazi li se o materijaliziranom ili nematerijaliziranom obliku.⁷⁷¹

Skrbništvo nad vrijednosnim papirima po svojoj je pravnoj naravi najbliže ugovoru o polaganju vrijednosnih papira kako je reguliran člancima 1002.-1006. ZOO-a,⁷⁷² te će se navedene odredbe supsidijarno primjenjivati.⁷⁷³ Međutim, niti navedene odredbe ZOO-a ne uređuju sva pitanja vezana uz ugovor o polaganju vrijednosnih papira, te će se pravne praznine ugovora o polaganju vrijednosnih papira popunjavati primjenom i drugih pravnih propisa.

ZOIFJP je izrijekom odredio da je depozitar dužan izvršavati naloge društva za upravljanje u vezi s transakcijama financijskih instrumenata UCITS fonda i ostalom imovinom UCITS fonda, pod uvjetom da nalog nije u suprotnosti s odredbama ZOIFJP-a, propisima HANFE, te prospektom i pravilima UCITS fonda.⁷⁷⁴ S obzirom na to da i sam ZOIFJP upućuje na odnose iz naloga između depozitara i društva za upravljanje, na pravni posao skrbništva nad vrijednosnim papirima UCITS fonda supsidijarno se mogu primjenjivati i odredbe ugovora o nalogu.⁷⁷⁵

Također, s obzirom na to da se financijski instrumenti UCITS fonda koje je depozitar dužan držati u skrbništvu mogu držati i na računima otvorenima u ime depozitara, a za račun ulagatelja, odnosno UCITS fonda,⁷⁷⁶ na skrbništvo nad financijskim instrumentima UCITS fonda mogu se supsidijarno primjenjivati i odredbe ugovora o komisiji kada skrbnik u pravnom prometu nastupa u svoje ime, a za račun položitelja, tj. nalogodavca.⁷⁷⁷

Depozitar je dužan zaprimati uplate svih prihoda i drugih prava dospjelih u korist UCITS fonda, a koja proizlaze iz njegove imovine, što svakako uključuje i naplate dospjelih novčanih

⁷⁷¹ Galić, K., op. cit. u bilj. 766, str. 838. Slakoper, Z., Polaganje, skrbništvo i upravljanje portfeljem vrijednosnih papira, u Slakoper, Z. (ur.), Bankovni i financijski ugovori, Rijeka, 2007., str. 936; Česić, Z., Gorenc, V. et al., u Gorenc, V. (ur.), op. cit. u bilj. 229., str. 1533.

⁷⁷² Za hrvatsko pravo vidi: Slakoper, Z., u Slakoper, Z. (ur.), op. cit. u bilj. 771., str. 939; Markovinović, H., Tepeš, N., op. cit. u bilj. 760., str. 85. U njemačkome se pravu također smatra da se radi o *sui generis* ugovoru koji sadrži elemente više ugovora, točnije, smatra se da prevladavaju elementi ugovora o ostavi (*Verwahrungsvertrag*), a zbog izražene funkcije upravljanja imovinom u skrbništvu, i ugovora o službi (*Geschäftsbesorgungsvertrags*), koji nije poznat u hrvatskome pravu. Vidi Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2089; Kümpel, S., Decker, E., op. cit. u bilj. 460., str. 16.

⁷⁷³ Slakoper, Z., u Slakoper, Z. (ur.), op. cit. u bilj. 771., str. 939.

⁷⁷⁴ Čl. 215.g ZOIFJP.

⁷⁷⁵ O supsidijarnoj primjeni odredbi ugovora o nalogu na pravni posao skrbništva nad vrijednosnim papirima vidi: Markovinović, H., Tepeš, N., op. cit. u bilj. 760., str. 87; Buljanović, G., Ugovori o skrbništvu nad vrijednosnim papirima, Pravo u gospodarstvu, 2, 2011., str. 461-462. Galić, K., op. cit. u bilj. 766, str. 840; Česić, Z., Gorenc, V. et al., u Gorenc, V. (ur.), op. cit. u bilj. 229., str. 1533.

⁷⁷⁶ Vidi čl. 14. st. 1. t. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁷⁷⁷ O supsidijarnoj primjeni odredbi ugovora o komisiji na pravni posao skrbništva nad vrijednosnim papirima vidi: Markovinović, H., Tepeš, N., op. cit. u bilj. 760., str. 87.

tražbina po financijskim instrumentima u skrbništvu.⁷⁷⁸ ZOIFJP je izrijeком propisao da se neplasirana novčana sredstva koja ulaze u zasebnu imovinu UCITS fonda imaju držati na transakcijskim računima za poslovne namjene. Transakcijski račun je, prema Zakonu o platnom prometu, tekući ili žiroračun kojeg vodi kreditna institucija, a služi za izvršavanje platnih transakcija njenih klijenata.⁷⁷⁹ To znači da će između depozitara i društva za upravljanje doći i do odnosa iz kontokorentne pogodbe.

Od odredbi ZTK-a koje se odnose na posao skrbništva, ističe se rješenje kojim se određuje da se zakonitim imateljem vrijednosnih papira koje se drže u skrbništvu ima smatrati osoba za čiji se račun vrijednosni papiri drže ili se njima upravlja.⁷⁸⁰ Time se štite klijenti skrbnika od ovršnih ili stečajnih postupaka nad imovinom skrbnika, gdje se ovakvim rješenjem postiže da se vjerovnici skrbnika ne bi mogli namiriti nad financijskim instrumentima koje skrbnik drži u skrbništvu,⁷⁸¹ odnosno koje drži u svoje ime, ali za tuđi račun.⁷⁸² Tako se i u anglosaksonskom pravu smatra da se pravni posao skrbništva zasniva na konceptu *trusta*,⁷⁸³ gdje je osnovno načelo odvojenosti imovine skrbnika, tj. *trusteeja* od imovine *trusta* čime se onemogućuje osobnim vjerovnicima skrbnika da se namire na imovini *trusta*. ZOIFJP-om je izrijeком propisano da financijski instrumenti UCITS fonda ne ulaze u likvidacijsku ili stečajnu masu depozitara ili poddepozitara, te da se osobni vjerovnici depozitara ili poddepozitara ne mogu na njima ovršiti.⁷⁸⁴

Depozitar, tj. skrbnik prema trećima u pravnom prometu nastupa u svoje ime glede poslova u vezi s financijskim instrumentima UCITS fonda koje drži u skrbništvu. Naime, financijski instrumenti UCITS fonda mogu se držati u skrbništvu depozitara jedino pod uvjetom da ih je moguće držati na računu izravno ili neizravno u ime depozitara.⁷⁸⁵ Ovakvo

⁷⁷⁸ Čl. 215. i ZOIFJP.

⁷⁷⁹ Čl. 58. Zakona o platnom prometu. O žiro računima i kontokorentnoj pogodbi vidi opširnije u Miladin, P., Plaćanje doznakom, doktorska disertacija (neobjavljeno), Zagreb, 2004.; Miladin, P., op. cit. u bilj. 453.

⁷⁸⁰ Čl. 492. st. 5. ZTK. O problemu utvrđivanja zakonitog imatelja vrijednosnog papira u skrbništvu, posebice ako se radi o skrbničkom lancu s prekograničnim elementom vidi: Gullifer, L., *Ownership of Securities: the Problems Caused by Intermediation*, u Gullifer, L., Payne, J. (ur.), *Intermediated Securities – Legal Problems and Practical Issues*, Portland, 2010. Vidi i Markovinović, H., Tepeš, N., op. cit. u bilj. 760., str. 89 i dalje; Kunda, I., *Ostvarivanje članskih prava u sustavu prekograničnog držanja dionica putem posrednika*, u Čulinović-Herc, E., Jurić, D., Žunić Kovačević, N. (ur.), *Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije*, Rijeka, 2011., str. 307 i dalje.

⁷⁸¹ Tako i Markovinović, H., Tepeš, N., op. cit. u bilj. 760., str. 101-102; Galić, K., op. cit. u bilj. 766, str. 857.

⁷⁸² Vidi čl. 79. Stečajnog zakona koji uređuje položaj izlučnih vjerovnika u stečajnom postupku i njihovo pravo na vraćanje stvari.

⁷⁸³ Wood, P. R., op. cit. u bilj. 52., str. 426.

⁷⁸⁴ Čl. 218. st. 5. ZOIFJP.

⁷⁸⁵ Čl. 14. st. 1. t. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Tako i čl. 491. st. 3. t. 1. ZTK-a određuje da račun nematerijaliziranih vrijednosnih papira može glasiti na kreditnu instituciju ili investicijsko društvo koje pruža usluge skrbništva.

rješenje daje odgovor na pitanje kako skrbnik, tj. kreditna institucija može izvršavati prava iz pohranjenih vrijednosnih papira.⁷⁸⁶

Pored ZTK-a, pravni posao skrbništva nad vrijednosnim papirima u određenim aspektima dotiču još i ZKI⁷⁸⁷ i ZTD.⁷⁸⁸ Međutim, odredbe ZTK-a, ZKI-ja i ZTD-a cjelovito ne uređuju skrbništvo nad vrijednosnim papirima, te skrbništvo i dalje ostaje inominatni ugovor, gdje su tek pojedini aspekti regulirani navedenim zakonskim propisima. Pri tome, u slučajevima kada ZOIFJP propisuje drukčije rješenje vezano uz skrbništvo nad financijskim instrumentima UCITS fonda, ima prednost pred navedenim propisima.

Sadržaj ugovora o skrbništvu nad vrijednosnim papirima nije uređen zakonskim propisima. Međutim, iz prethodne analize vidljivo je da se u praksi razvio u tipičan ugovor bankarskog prava. Prijašnji ZTVP uređivao je i sadržaj ovog ugovora, pri čemu su stranke bile slobodne ugovarati i druga prava i obveze ugovornih stranaka vezano uz vrijednosne papire u skrbništvu.⁷⁸⁹ Prema ZTVP-u, u popis skrbničkih poslova, što ni u kojem slučaju nije bila taksativna lista poslova skrbnika, ulazili su: pohrana i čuvanje vrijednosnih papira, izvješćivanje o isplati dividende, isplata kamata ili dospjeće ostalih instrumenata na naplatu, obavješćivanje o skupštinama izdavatelja dionica i o pravima vezanim uz dionice i druge vrijednosne papire na skrbništvu te izvršenje nalogodavčevih naloga u svezi s ostvarivanjem tih prava, obavješćivanje o zakonskim promjenama koje posredno ili neposredno utječu na izvješćivanje nalogodavca o stanju vrijednosnih papira na skrbničkom računu te pružanje usluga glasanja na godišnjim skupštinama.⁷⁹⁰

Pri tomu nije bilo nužno da su ugovoreni svi navedeni poslovi da bi se ugovor kvalificirao kao ugovor o skrbništvu nad vrijednosnim papirima, iako su u pravilu bili s obzirom na to da se radi o povezanim poslovima u odnosu na pohranjene vrijednosne papire.⁷⁹¹

Depozitar je pri obavljanju poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda dužan, prije svega, poštovati odredbe ZOIFJP-a i posebnosti investicijskog posla.

⁷⁸⁶ Naime, kao što će biti argumentirano u nastavku, na skrbništvo se primjenjuju odredbe ugovora o polaganju vrijednosnih papira. Tako čl. 1003. ZOO-a predviđa da banka može vršiti prava iz položenih vrijednosnih papira isključivo za račun položitelja. Da bi to mogla činiti, potrebno je da ju položitelj opunomoći za poduzimanje tih poslova. Tako Česić, Z., Gorenc, V. et al., u Gorenc, V. (ur.), op. cit. u bilj. 229., str. 1293.

⁷⁸⁷ Tako ZKI uređuje da poslovi skrbništva nad financijskim instrumentima i usluge vezane uz to spadaju u osnovne financijske usluge kreditnih institucija (čl. 8. st. 1. t. 14. ZKI), te da se dionice kreditnih institucija, ako se nalaze u skrbništvu, moraju držati na skrbničkom računu otvorenom na ime (čl. 20. st. 7. ZKI).

⁷⁸⁸ ZTD prvi puta spominje skrbništvo u noveli iz 2003. godine, i to u pogledu uređivanja ostvarivanja prava glasa dioničara po dionicama koje se vode na skrbničkom računu (čl. 284. st. 1., čl. 284. st. 2. i čl. 284. st. 3. ZTD). U noveli iz 2012. godine spominje se u čl. 291. st. 6. ZTD-a, također u pogledu ostvarivanja glasa iz dionica u skrbništvu.

⁷⁸⁹ Čl. 68. st. 6. ZTVP.

⁷⁹⁰ Čl. 68. ZTVP.

⁷⁹¹ Slakoper, Z., u Slakoper, Z. (ur.), op. cit. u bilj. 771., str. 933.

Obveze depozitara vezano uz financijske instrumente UCITS fonda izrijekom su propisane ZOIFJP-om i Pravilnikom o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Tako je depozitar prema čl. 215. ZOIFJP-a dužan pohranjivati i voditi evidenciju o zasebnoj imovini UCITS fonda, voditi zaseban račun za svaki UCITS fond kojemu pruža usluge depozitara, izvršavati naloge društva za upravljanje u vezi s transakcijama financijskih instrumenata pod uvjetom da nisu u suprotnosti s odredbama ZOIFJP-a, propisa HANFE, te prospekta i pravila HANFE, izvještavati društvo za upravljanje o korporativnim akcijama vezanim uz financijske instrumente u skrbništvu, pri čemu je depozitar obavezan izvršavati naloge društva za upravljanje, zaprimati uplate koje su dospjele u korist UCITS fonda što uključuje i naplatu dospjelih novčanih tražbina po financijskim instrumentima.

3.3.1.1.2. Određenje financijskih instrumenata UCITS fonda koje je depozitar dužan držati u skrbništvu

ZOIFJP je u čl. 217. st. 1. t. 1. odredio koje financijske instrumente UCITS fonda depozitar mora držati u skrbništvu. Time je napravljen značajan iskorak u smislu određivanja dužnosti depozitara vezano uz pohranu zasebne imovine UCITS fonda, s čime je povezana i vrsta odgovornosti koju depozitar snosi za obavljanje svojih poslova. Tako će depozitar snositi objektivnu odgovornost prema ulagateljima za gubitak imovine UCITS fonda koju drži u skrbništvu,⁷⁹² dok će za sve druge povrede ZOIFJP-a, pravila i prospekta UCITS fonda odgovarati ulagateljima temeljem blaže, subjektivne odgovornosti.

Za razliku od ZOIFJP-a, ZIF 05 nije sadržavao odredbe o tome koju bi zasebnu imovinu UCITS fonda depozitar trebao držati u skrbništvu, pa je ovo rješenje značajna novina.⁷⁹³ U tom je smislu utjecaj na rješenja ZOIFJP-a neizravno imala AIFM Direktiva. Kako su rješenja iz AIFM Direktive prenesena u hrvatski ZAIF, uspoređujući rješenja o pohrani zasebne imovine investicijskih fondova koja se nalaze u ZOIFJP-u s onima iz ZAIF-a, uočava se da su čl. 217. st. 1. t. 1. ZOIFJP-a i čl. 232. st. 1. t. 1. ZAIF-a jednaki. To odgovara rješenjima na EU razini gdje je čl. 22. st. 5.a UCITS V Direktive koji uređuje koji se financijski instrumenti moraju držati u skrbništvu jednak s rješenjem iz čl. 21. st. 8.a AIFM Direktive. Zbog toga su rješenja AIFM Direktive i njene provedbene Uredbe 231/2013 instruktivna pri određivanju financijskih instrumenata koje je depozitar UCITS fondova dužan držati u skrbništvu.

⁷⁹² O tomu će više biti rečeno u poglavlju 4.2.2.

⁷⁹³ ZIF 05 je u čl. 51. st. 2. samo sadržavao da je depozitna banka dužna zasebnu imovinu fonda voditi i čuvati na zasebnom računu za svaki od fondova za koje obavlja poslove depozitne banke.

Prema čl. 217. st. 1. t. 1.a ZOIFJP-a, depozitar UCITS fonda „*će pohraniti na skrbništvo sve financijske instrumente koji mogu biti ubilježeni na računu nematerijaliziranih vrijednosnih papira*“. U nastavku, čl. 217. st. 1. t. 1.b ZOIFJP-a predviđa „*financijski instrumenti koji ne mogu biti ubilježeni na računu nematerijaliziranih vrijednosnih papira i materijalizirani financijski instrumenti predani depozitaru bit će ubilježeni na drugim odgovarajućim računima*“. Time se u hrvatsko zakonodavstvo prenijelo rješenje iz čl. 22. st. 5.a t. i UCITS V Direktive (koje je s druge strane jednako čl. 21. st. 8.a t. i AIFM Direktive), prema kojemu depozitar „*pohranjuje na skrbništvo sve financijske instrumente koji se mogu evidentirati na računu financijskih instrumenata otvorenom u knjigama depozitara i sve financijske instrumente koji se fizički mogu isporučiti depozitaru*“.

Propusti li depozitar u skrbništvu držati zasebnu imovinu UCITS fonda kako je određeno u navedenom čl. 217. st. 1. t. 1. ZOIFJP-a, bit će odgovoran društvu za upravljanje i ulagateljima, ali i za teži prekršaj.⁷⁹⁴

ZOIFJP je financijske instrumente koje je depozitar dužan držati u skrbništvu odredio u čl. 217. st. 1. ZOIFJP-a. Tako su prema čl. 217. st. 1. t. 1.a ZOIFJP-a prvom kategorijom financijskih instrumenata obuhvaćeni oni koji se mogu voditi na računima nematerijaliziranih vrijednosnih papira, a prema čl. 217. st. 1. t. 1.b ZOIFJP-a, u drugu kategoriju financijskih instrumenata ulaze oni koje depozitar može voditi na „*drugim odgovarajućim računima*“.

HANFA je Pravilnikom o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda detaljnije uredila ovo pitanje, te je financijske instrumente koje je depozitar dužan držati u skrbništvu odredila po kriteriju radi li se o nematerijaliziranim financijskim instrumentima sukladno čl. 14. st. 1. t. 1. navedenog Pravilnika ili o materijaliziranim financijskim instrumentima sukladno čl. 14. st. 1. t. 3. navedenog Pravilnika, pri čemu je za obje kategorije odredila dodatne uvjete koji moraju biti zadovoljeni da bi takve financijske instrumente depozitar bio dužan držati u skrbništvu.

Analizirajući čl. 14. navedenoga pravilnika, možemo izdvojiti dvije kategorije financijskih instrumenata UCITS fonda koje je depozitar dužan držati u skrbništvu. U prvu ulaze nematerijalizirani financijski instrumenti koji se, ovisno o vrsti, mogu voditi na računima nematerijaliziranih vrijednosnih papira ili na drugim odgovarajućim računima. U drugu kategoriju ulaze materijalizirani financijski instrumenti koji su predani depozitaru.

⁷⁹⁴ Čl. 380. st. 1. t. 9. ZOIFJP. Za ovakav prekršaj, depozitar može biti kažnjen novčanom kaznom u iznosu od 200.000,00 do 500.000,00 kuna.

3.3.1.1.2.1. Nematerijalizirani financijski instrumenti koji se mogu voditi na računima nematerijaliziranih vrijednosnih papira i drugim odgovarajućim računima

Prva kategorija financijskih instrumenata koje je depozitar dužan držati na skrbništvu obuhvaća nematerijalizirane financijske instrumente koji mogu biti ubilježeni na računu nematerijaliziranih vrijednosnih papira⁷⁹⁵ ili na drugim odgovarajućim računima.⁷⁹⁶ Dakle, mora se raditi o nematerijaliziranim financijskim instrumentima.

HANFA je u čl. 14. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda odredila uvjete koje nematerijalizirani financijski instrumenti moraju zadovoljiti da bi ih depozitar bio dužan držati u skrbništvu. Radi se o ispunjenju dvaju kumulativnih uvjeta.

Prvi je uvjet da se radi o sljedećim nematerijaliziranim financijskim instrumentima: prenosivim vrijednosnim papirima, što uključuje i vrijednosne papire s ugrađenom izvedenicom, instrumentima tržišta novca i udjelima u subjektima za zajednička ulaganja.⁷⁹⁷ Pravilnikom o dozvoljenim ulaganjima i ograničenjima ulaganja UCITS fonda propisani su uvjeti koje ovi financijski instrumenti moraju zadovoljavati da bi UCITS fondovi mogli u njih ulagati.⁷⁹⁸

Drugi je uvjet da se navedene financijske instrumente može registrirati ili držati na računu izravno ili neizravno u ime depozitara.⁷⁹⁹ Dakle, financijski instrumenti, što uključuje i upravo navedene financijske instrumente, koji se kod izdavatelja ili njegova zastupnika, kao što je

⁷⁹⁵ Vidi čl. 217. st. 1. t.1.a. ZOIFJP-a. Čl. 217. st. 1. t.1.a. ZOIFJP. Prema 491. ZTK-a, na računima nematerijaliziranih vrijednosnih papira mogu se upisivati samo vrijednosni papiri.

⁷⁹⁶ Čl. 217. st. 1. t. 1.b. ZOIFJP-a.

⁷⁹⁷ Čl. 14. st. 1. t. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Napomena vezana uz terminologiju koju je Pravilnik upotrijebio. Naime, umjesto udjela u subjektima za zajednička ulaganja, Pravilnik je kao financijski instrument kojeg je depozitar dužan držati u skrbništvu označio subjekte za zajednička ulaganja. S obzirom na to da subjekti za zajednička ulaganja kao što su investicijski fondovi očigledno nisu financijski instrumenti, smatramo da se radi o jezičnoj omašci. Dakle, treba se tumačiti da se tu Pravilnikom mislilo na udjele u subjektima za zajednička ulaganja, koji su financijski instrumenti (čl. 3. st. 1. t. 2. ZTK). Uvjeti koje navedeni financijski instrumenti moraju zadovoljiti da bi UCITS fond mogao u njih ulagati propisani su HANFI-nim Pravilnikom o dozvoljenim ulaganjima i ograničenjima ulaganja UCITS fonda (NN 85/13), čime su preuzeta određenja tih financijskih instrumenata iz Direktive 2007/16/EZ (Direktiva Komisije 2007/16/EZ od 19. ožujka 2007. o provedbi Direktive Vijeća 85/611/EEZ o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) s obzirom na razjašnjenje nekih definicija, SL L 79, 20.03.2007, str. 11–19).

⁷⁹⁸ Tako čl. 4. navedenog Pravilnika propisuje uvjete koje moraju zadovoljiti prenosivi vrijednosni papiri, čl. 12. određuje financijske instrumente s ugrađenom izvedenicom, a čl. 5. Pravilnika uvjete koje moraju zadovoljiti instrumenti tržišta novca. Pravilnik ne regulira uvjete koje moraju zadovoljiti udjeli u subjektima za zajednička ulaganja da bi UCITS fond mogao u njih ulagati. No, to je djelomično učinjeno u čl. 249. st. 1. st. 3. ZOIFJP-a koji propisuje da UCITS fondovi mogu ulagati u udjele drugih UCITS fondova pod određenim uvjetima. Također, prema čl. 4. st. 6. t. 1. navedenoga Pravilnika, kategorija prenosivih vrijednosnih papira obuhvaća i dionice zatvorenih alternativnih investicijskih fondova uz ispunjenje dodatnih uvjeta.

⁷⁹⁹ Čl. 14. st. 1. t. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

voditelj registra mogu registrirati samo za račun UCITS fonda, ali ne i na depozitara, ne mogu se držati u skrbništvu depozitara.⁸⁰⁰

S obzirom na to da je rješenje ZOIFJP-a i ZAIF-a vezano uz pohranu zasebne imovine investicijskih fondova jednako, analizirali smo je li hrvatski zakonodavac predvidio isto rješenje o tome koje je financijske instrumente investicijskih fondova depozitar dužan držati u skrbništvu u HANFI-nom Pravilniku o obavljanju poslova depozitara AIF-a.⁸⁰¹ U navedenom Pravilniku nema odredbi o načinu pohrane imovine AIF-ova. Razlog tomu je što je navedeno pitanje riješeno izravnom primjenom Uredbe 231/2013.

Uredba 231/2013 izrijekom određuje koje je financijske instrumente AIF-ova depozitar držati u skrbništvu.⁸⁰² Čl. 88. st. 1. Uredbe 231/2013 propisuje da financijski instrumenti moraju zadovoljiti dva uvjeta: mora se raditi o prenosivim vrijednosnim papirima, što uključuje i one s ugrađenom izvedenicom, instrumentima tržišta novca i udjelima subjekata za zajedničko ulaganje,⁸⁰³ te da se navedeni financijski instrumenti mogu registrirati ili držati na računu izravno ili neizravno na ime depozitara.⁸⁰⁴

Usporedbom čl. 88. st. 1. Uredbe 231/2013 i čl. 14. st. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda uočavamo da se radi o istim rješenjima. To znači da je hrvatski zakonodavac za depozitare UCITS fondova izrijekom propisao isto rješenje glede obveze držanja financijskih instrumenata na skrbništvu koje je već kao takvo usvojeno u Uredbi 231/2013 za depozitare AIF-ova. Ovakvo rješenje hrvatskoga zakonodavca smatramo opravdanim jer su poslovi depozitara isti nezavisno tomu pohranjuje li on imovinu alternativnih ili UCITS fondova.

S obzirom na određenje čl. 14. st. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda, potrebno je obraditi neke specifičnosti držanja opisanih financijskih instrumenata na skrbništvu.

⁸⁰⁰ Vidi čl. 14. st. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda i čl. 88. st. 2. Uredbe 231/2013 (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, 22.03.2013, str. 1–95.). Ovakvo je rješenje povezano s ovlastima skrbnika da obavlja poslove skrbništva nad vrijednosnim papirima, posebice vezano uz ostvarivanje prava koja proizlaze iz vrijednosnih papira u skrbništvu, o čemu je više rečeno u poglavlju 3.3.1.1.1.

⁸⁰¹ NN 10/14.

⁸⁰² Udruga *Alternative Investment Management Association* (dalje u tekstu: AIMA) istaknula je argument da su preširoko postavljeni uvjeti za određenje koji financijski instrumenti spadaju pod obvezu skrbništva depozitara, te je posljedično depozitar izložen strožoj odgovornosti u odnosu na širi opseg zasebne imovine UCITS fonda koju drži u pohrani. Vidi: *Alternative Investment Management Association, Analysis of divergences between the EU Commission's draft regulation implementing the AIFMD and the ESMA advice*, April 2012, http://www.aima.org/objects_store/aifmd_divergences_from_esma_advice_-_aima_note_-_ec.pdf (9. 4. 2014.), str. 28.

⁸⁰³ Čl. 88. st. 1.a Uredbe 213/2013.

⁸⁰⁴ Čl. 88. st. 1.b Uredbe 213/2013.

Račune nematerijaliziranih vrijednosnih papira vodi SKDD,⁸⁰⁵ a tek iznimno se vode pri registrima izdavatelja tih vrijednosnih papira, kao što je slučaj za udjele UCITS fondova.⁸⁰⁶ To znači da depozitar neće sam otvarati i voditi račune nematerijaliziranih vrijednosnih papira, već će otvoriti skrbnički račun pri SKDD-u ili će se upisati kao skrbnik u registrima udjela koje vodi izdavatelj odgovarajućeg financijskog instrumenta. Okolnost da su ti računi otvoreni kod SKDD-a, a ne kod depozitara ne znači da je depozitar delegirao SKDD-u skrbništvo nad tim vrijednosnim papirima, što je izrijeком predviđeno u čl. 22a st. 4. UCITS V Direktive. Dakle, ako se financijski instrumenti koji ulaze u zasebnu imovinu fonda drže na računima pri SKDD-u, to ima isto značenje kao da su pohranjeni kod depozitara UCITS fonda.

ZOIFJP ne razlikuje drže li se nematerijalizirani financijski instrumenti na računima nematerijaliziranih vrijednosnih papira koje vodi SKDD ili na računima otvorenim kod drugih osoba, kao što su primjerice registri izdavatelja financijskih instrumenata. Međutim, u postupku izrade UCITS V Direktive predstavnici fondovske industrije izišli su s argumentima da bi depozitar trebao imati različiti status ovisno o tome tko vodi račune nematerijaliziranih vrijednosnih papira.⁸⁰⁷ Dio fondovske industrije izrazio je mišljenje da se ne bi smjelo smatrati da depozitar u skrbništvu drži financijske instrumente koji se vode isključivo u registrima njihovih izdavatelja, te sukladno tome, da se depozitara ne bi smjelo podvrgavati objektivnoj odgovornosti za njihov gubitak i obvezi naturalne restitucije tih instrumenata.⁸⁰⁸ Argumente za to stajalište nalaze u tome da takvim financijskim instrumentima nedostaje svojevrsno osiguranje kvalitete i operabilnosti kakvo imaju instrumenti koje se vodi na računima sustava za namiru i poravnavanje. Nadalje da su ti sustavi više podložni pogreškama i više izloženi mogućnosti zlouporaba jer se svaki registar vodi prema svojim internim pravilima i nalazi se pod kontrolom samog izdavatelja, a pritom depozitar nema ugovorni odnos s izdavateljima i njihovim agentima u odnosu na financijske instrumente koji su upisani u tim registrima, već se samo može upisati u registar kao skrbnik pojedinog financijskog

⁸⁰⁵ Čl. 490. st. 1. ZTK-a. Da je pravilo da se nematerijalizirani vrijednosni papir smatra onaj koji se vodi na računima SKDD-a, proizlazi jasno već iz same zakonske definicije nematerijaliziranog vrijednosnog papira: „Nematerijalizirani vrijednosni papir je elektronički zapis na računu vrijednosnih papira u računalnom sustavu središnjeg depozitorija kojim se njegov izdavatelj obvezuje zakonitom imatelju ispuniti obvezu sadržanu u nematerijaliziranom vrijednosnom papiru.“

⁸⁰⁶ Čl. 102. st. 1. ZOIFJP-a. I u slučaju kada registar udjela UCITS fonda vodi SKDD, smatra se da je društvo za upravljanje odgovorno za vođenje tog registra (čl. 102. st. 3. ZOIFJP).

⁸⁰⁷ Vidi: Consultation paper on the UCITS Depositary Function and on the UCITS managers' remuneration, AFTI & FBF Contribution, 31. siječnja 2011, dostupno na: http://www.fbf.fr/fr/files/8DVEWM/31012011_FBF_Position_EN.pdf (4. 6. 2014.) (dalje u tekstu: AFTI & FBF Consultation paper).

⁸⁰⁸ Vidi AFTI & FBF Consultation paper, op. cit. u bilj. 807., str. 4.

instrumenta.⁸⁰⁹ U interesu je ulagatelja da se usvoji što širi opseg financijskih instrumenata koje depozitar drži u skrbništvu, no s druge strane, neke od navedenih argumenata koje je iznjela fondovska industrija - da pod skrbništvo ne ulaze financijski instrumenti koji se samo vode na računima izdavatelja čine se opravdanimi. *De lege ferenda*, EU zakonodavac, a time i hrvatski, trebati će donijeti daljnje odredbe o harmonizaciji nacionalnih prava glede vođenja registara nematerijaliziranih financijskih instrumenata.

Posebno se postavlja pitanje obuhvaća li ova kategorija financijskih instrumenata koje je depozitar dužan držati u skrbništvu i izvedenice u koje je UCITS fond također ovlašten ulagati.⁸¹⁰ Naime, čl. 14. st. 1. t. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda predviđa da u financijske instrumente koje je depozitar dužan držati u skrbništvu ulaze i prenosivi vrijednosni papiri s ugrađenom izvedenicom. Pri tomu se za uvjete i samu definiciju prenosivih vrijednosnih papira s ugrađenom izvedenicom, Uredba 231/2013 poziva na primjenu čl. 51. st. 3. UCITS IV Direktive, te na čl. 10. Direktive 2007/16/EZ. Određenje što spada pod vrijednosne papire s ugrađenom izvedenicom predviđeno je u čl. 10. Direktive 2007/16/EZ što je preuzeto u hrvatsko pravo Pravilnikom o dozvoljenim ulaganjima i ograničenjima ulaganja UCITS fonda, u čl. 12.⁸¹¹

Međutim, pojam vrijednosnog papira s ugrađenom izvedenicom nije istovjetan pojmu izvedenice kao samostalnog financijskog instrumenta. Tako i čl. 12. st. 3. Pravilnika o dozvoljenim ulaganjima i ograničenjima ulaganja UCITS fonda propisuje da se neće smatrati da prenosivi vrijednosni papir ili instrument tržišta novca ima ugrađenu izvedenicu, ako se izvedenica može samostalno prenositi na treće osobe neovisno o prenosivom vrijednosnom papiru ili instrumentu tržišta novca. Naime, takvu će se izvedenicu smatrati „*zasebnim financijskim instrumentom*“.

Analizom Uredbe 231/2013, u preambuli br. 103, jasno je predviđeno da se u skrbništvu depozitara neće držati financijski ugovori kao što su izvedenice, novčani depoziti, ulozi u

⁸⁰⁹ Vidi AFTI & FBF Consultation paper, op. cit. u bilj. 807., str. 4.

⁸¹⁰ ZOIFJP-om nije određeno o kojim se točno izvedenicama radi, već uvjeti koje izvedeni financijski instrumenti moraju zadovoljiti. Vidi čl. 249. st. 1. t.5.e ZOIFJP.

⁸¹¹ Tako čl. 12. st. 1. Pravilnika o dozvoljenim ulaganjima i ograničenjima ulaganja UCITS fonda predviđa da će se vrijednosnim papirima s ugrađenom izvedenicom smatrati prenosivi vrijednosni papiri koji sadrže komponentu koja zadovoljava sljedeće kumulativne kriterije: 1. temeljem te komponente, neki ili svi novčani tijekovi koji inače proizlaze iz prenosivog vrijednosnog papira koji je temeljni ugovor, mogu se mijenjati prema određenoj kamatnoj stopi, cijeni financijskog instrumenta, valutnom tečaju, cjenovnom indeksu ili indeksu stopa, kreditnom rejtingu ili kreditnom indeksu, ili nekoj drugoj varijabli, i stoga se kretati kako se kreće samostalna izvedenica; 2. ekonomske karakteristike i rizici te komponente nisu blisko povezani s ekonomskim karakteristikama i rizicima vrijednosnog papira koji je temeljni ugovor; 3. ima značajan učinak na profil rizičnosti i određivanje cijene prenosivog vrijednosnog papira.

društva čiji vrijednosni papiri nisu slobodno prenosivi, te udjeli u partnerstvima (*partnership*) kao što je primjerice obveznopravno društvo – ortakluk u Republici Hrvatskoj.

Dakle, izvedeni financijski instrumenti (*derivatives*) nisu financijski instrument koje je depozitar dužan držati u skrbništvu.⁸¹² Depozitar ih je, naravno, i dalje dužan pohranjivati kao dio zasebne imovine UCITS fonda, no to ulazi u njegovu obvezu potvrde i verifikacije zasebne imovine UCITS fonda iz čl. 217. st. 1. t. 2. ZOIFJP-a. Ipak, s obzirom na to da su izvedenice kao financijski instrumenti prisutne na tržištu kapitala u velikom broju i tvore značajan dio portfelja UCITS fonda, valja napomenuti da su u tijeku naponi EU zakonodavca da daljnjom regulacijom harmonizira pitanja vezana uz izvedenice,⁸¹³ što bi, između ostaloga, omogućilo i da se možda i izvedenice obuhvate obvezom njihova držanja u skrbništvu kod depozitara investicijskih fondova.⁸¹⁴

3.3.1.1.2.2. Materijalizirani financijski instrumenti koji su predani depozitaru

U drugu kategoriju financijskih instrumenata UCITS fonda koje je depozitar dužan držati u skrbništvu ulaze materijalizirani financijski instrumenti koji su predani depozitaru.⁸¹⁵ Ovu je kategoriju znatno lakše odrediti.

Možemo reći da postoje dva kriterija. Prvi je da se radi o materijaliziranim financijskim instrumentima koji se nalaze u portfelju UCITS fonda. Pri tome ni ZOIFJP, niti Pravilnik o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda, kao ni EU zakonodavac u Uredbi 231/2013 ne određuju o kojim se financijskim instrumentima mora raditi. Stoga, tu ulaze svi financijski instrumenti koji su kao takvi definirani u odjeljku C Priloga I. MiFID Direktive 2004/39/EZ i preuzeti u čl. 3. st. 1. t. 2. ZTK-a, pod uvjetom da UCITS fond može ulagati u te financijske instrumente u skladu s čl. 249. ZOIFJP-a.

Drugi je kriterij da se materijalizirani financijski instrumenti mogu predati depozitaru, i da su se shodno tome, i predali depozitaru na skrbništvo.⁸¹⁶

⁸¹² Tako i Clerc, C., Deege, J., The AIF Depositary's Liability for Lost Assets, u Zetsche, D. (ur.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, Kluwers Law International, 2012., str. 467.

⁸¹³ Vidi pregledno na internet stranicama Europske komisije, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm, 18. 3. 2014.

⁸¹⁴ Vidi tako i Hooghiemstra, S., Depositary Regulation, u Zetsche, D. (ur.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, Kluwers Law International, 2012., str. 426.

⁸¹⁵ Vidi čl. 217. st. 1. t. 1.b ZOIFJP-a i čl. 14. st. 3. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁸¹⁶ Tako čl. 88. st. 3. Uredbe 231/2013 izričito propisuje: „*Financijski instrumenti koji pripadaju AIF-u ili UAIF-u koji djeluje u ime AIF-a, a koji se mogu fizički isporučiti depozitaru, uvijek se uključuju u djelokrug poslova skrbništva depozitara.*“

S obzirom na trend dematerijalizacije financijskih instrumenata kojima se trguje na tržištu kapitala, smatramo da će materijalizirani financijski instrumenti biti znatno manje zastupljeni u portfeljima UCITS fondova.

3.3.1.1.3. Način izvršavanja poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda

Depozitar je u obavljanju poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda dužan, prije svega, poštovati opće odredbe ZOIFJP-a o načinu pohrane zasebne imovine UCITS fonda. To je primarno obveza depozitara da zasebnu imovinu UCITS fonda čuva i vodi na način da se u svakom trenutku može odrediti koja imovina pripada UCITS fondu,⁸¹⁷ što je u skladu sa zahtjevom odvojenosti imovine UCITS fonda od imovina depozitara i društva za upravljanje.⁸¹⁸ Također, prema čl. 218. st. 3. ZOIFJP-a depozitar je dužan primjenjivati odgovarajuće mjere kako bi se zasebna imovina UCITS fonda zaštitila, osobito u slučaju insolventnosti depozitara ili društva za upravljanje.⁸¹⁹

Iznimno je bitno rješenje iz čl. 218. st. 4. ZOIFJP-a prema kojemu depozitar i poddepozitar ne smiju koristiti imovinu UCITS fonda iz čl. 217. st. 1. t. 1. ZOIFJP-a za vlastiti račun, račun svojih osnivača, radnika ili bilo koju drugu svrhu osim u korist ulagatelja UCITS fonda. Ovakvo određenje obuhvaća financijske instrumente UCITS fonda koje depozitar drži u skrbništvu, što znači da ih depozitar i poddepozitari ne smiju koristiti za vlastiti račun ili račun povezanih osoba, osim u korist ulagatelja.

Vezano uz način izvršavanja poslova pohrane za financijske instrumente UCITS fonda u skrbništvu depozitara, ZOIFJP sadrži i neka specifična rješenja. Tako je depozitar prema čl. 217. st. 2. ZOIFJP-a dužan osigurati da se financijski instrumenti UCITS fonda vode na odvojenim računima u knjigovodstvenim evidencijama depozitara u skladu s odgovarajućim propisima koji uređuju tržište kapitala.⁸²⁰ Pri tome odredbe ZTK-a imaju značaj *lex generalis* u odnosu na odredbe ZOIFJP-a, što znači da se primjenjuje u opsegu koji je u skladu s odredbama ZOIFJP-a i provedbenim pravilnicima za pohranu zasebne imovine UCITS fonda.

⁸¹⁷ Čl. 218. st. 2. ZOIFJP.

⁸¹⁸ O tomu je više rečeno u poglavlju 2.4.3.

⁸¹⁹ To je rješenje povezano i sa specifičnim obvezama depozitara prema društvu za upravljanje u slučaju delegacije poslova pohrane nad zasebnom imovinom UCITS fonda na poddepozitare, kada je depozitar, primjerice, dužan upozoriti društvo za upravljanje kada postane svjestan da odvajanje imovine nije ili nije više dovoljno da bi se osigurala zaštita zasebne imovine UCITS fonda od nesolventnosti poddepozitara (čl. 7. st. 1. t. 8. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda). O delegaciji poslova depozitara i o obvezama depozitara pri tomu je više rečeno u poglavlju 3.4.

⁸²⁰ Vidi čl. 217. st. 2. ZOIFJP-a.

Tu se radi o primjeni čl. 42. ZTK-a koji uređuje način držanja financijskih instrumenata investicijskog društva⁸²¹ i *Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i pomoćnih usluga, politikama primitaka i kriterijima za značajna investicijska društva* (dalje u tekstu: Pravilnik o organizacijskim zahtjevima).⁸²² Usporedbom rješenja iz ZTK-a i Pravilnika o organizacijskim zahtjevima glede zaštite imovine klijenata investicijskog društva s rješenjima usvojenima u ZOIFJP-u i Pravilniku o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda, smatramo da je zakonodavac usvojio analogne kriterije kojima nastoji štititi imovinu klijenta investicijskog društva, odnosno ulagatelja UCITS fonda.

Vezano uz pohranu financijskih instrumenata UCITS fonda u skrbništvu depozitara, čl. 15. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara preuzeo je rješenja čl. 89. Uredbe 231/2013 kojima se nastoji detaljnije urediti obveze depozitara o skrbništvu nad financijskim instrumentima AIF-ova. Obveze depozitara iz čl. 15. st. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara možemo podijeliti u četiri skupine. Prva se odnosi na obvezu depozitara da vodi

⁸²¹ Prema čl. 42. st. 1. ZTK-a, investicijsko društvo je dužno primjenjivati sljedeće mjere kada drži financijske instrumente klijenta: 1. kako bi se zaštitila vlasnička prava klijenta, osobito u slučaju insolventnosti investicijskog društva i 2. kako bi se spriječila uporaba financijskih instrumenata klijenta za vlastiti račun investicijskog društva ili za račun drugih klijenata investicijskog društva, osim u slučaju izričite suglasnosti klijenta. ZTK u čl. 42. st. 2. propisuje oblik i sadržaj koju spomenuta suglasnost klijenta mora sadržavati, a koja mora biti u pisanom obliku i to kao opća suglasnost za pojedinu vrstu poslova uporabe financijskih instrumenata klijenta ili kao pojedinačna suglasnost za pojedini posao uporabe financijskih instrumenata klijenta. ZOIFJP-om je izrijekom derogirana primjena čl. 42. st. 2. ZTK-a. Naime, čl. 218. st. 4. ZOIFJP-a propisuje da depozitar i poddepozitari ne smiju koristiti zasebnu imovinu UCITS fonda iz čl. 217. st. 1. ZOIFJP-a. Od ovog su pravila isključena samo novčana sredstva UCITS fonda, o čemu će više biti rečeno u poglavlju 3.3.1.4. Nadalje, iznimno je značajan i čl. 42. st. 5. ZTK-a koji izrijekom propisuje da novac i financijski instrumenti nisu vlasništvo investicijskog društva, ne ulaze u njegovu imovinu, ni u likvidacijsku ili stečajnu masu, niti mogu biti predmetom ovrhe vjerovnika investicijskog društva. Navedeno je rješenje djelomično potvrđeno i za depozitara u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda u čl. 218. st. 5. i 218. st. 6. ZOIFJP-a, gdje su ponovno novčana sredstva UCITS fonda izostavljena, o čemu je više rečeno u poglavlju 2.4.3.

⁸²² NN 31/14. O razvoju rješenja Pravilnika o organizacijskim zahtjevima, posebice o razvoju regulatornih nastojanja da se osigura odvajanje imovine klijenta od imovine investicijskih društava, kao i kreditnih institucija kada pružaju investicijske usluge, vidi Tepeš, N., op. cit. u bilj. 592., str. 400 i dalje. Ističe se rješenje iz čl. 20. st. 6. t. 4. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima koji predviđa način postupanja investicijskog društva kada pripada istoj financijskoj grupi kao i treća osoba kojoj pohranjuje imovinu klijenta. U tom je slučaju investicijsko društvo dužno klijentu navesti naziv te treće strane, a činjenica da je treća strana dio iste financijske grupe kao i investicijsko društvo, ne smije utjecati na obvezu investicijskog društva da procijeni adekvatnost te treće osobe za pohranu imovine klijenta. Analogna su rješenja predviđena i u ZOIFJP-u, gdje je društvo za upravljanje uvijek dužno ulagatelju u prospektu, pravilima UCITS fonda i u ključnim podacima za ulagatelje navesti tko obavlja poslove depozitara. Također, društvo za upravljanje i depozitar dužni su obavljati poslove u interesu ulagatelja. Nadalje, čl. 20 st. 8. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima postavlja zahtjeve pred investicijsko društvo o čemu sve mora obavijestiti klijenta kada delegira pohranu imovine klijenta na treću osobu, a posebice kada se financijski instrumenti drže u drugim državama koje ne omogućavaju razlikovanje, tj. odvojenost financijskih instrumenata klijenta od ostale imovine treće osobe ili imovine investicijskog društva. Ovaj zahtjev našao je odraz i u rješenjima ZOIFJP-a u odredbama o delegaciji poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda (čl. 226. st. 1. ZOIFJP), a posebice u slučaju mandatorne delegacije (čl. 226. st. 2. ZOIFJP). Ostali zahtjevi iz čl. 20. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima o vođenju evidencije imovine klijenta, što jednako uključuje financijske instrumente i novac, svoj su odraz pronašli u čl. 217. i 218. ZOIFJP-a, kao i u čl. 15. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda o čemu će više biti rečeno u nastavku.

evidencije o financijskim instrumentima i usvoji postupke za usklađivanje stanja financijskih instrumenata u portfelju UCITS fonda u vlastitim evidencijama sa stanjem evidencija trećih osoba na čijim se računima pohranilo financijske instrumente UCITS fonda,⁸²³ pri čemu se kao spomenute treće osobe mogu pojaviti poddepozitar, burza, uređeno tržište, klirinško društvo, investicijsko društvo, druga ugovorna strana u OTC transakciji i društvo za upravljanje UCITS fondovima koje vodi registar udjela.⁸²⁴ U drugoj se skupini općenito spominje obveza depozitara da osigurava provedbu zahtjeva odvojenosti zasebne imovine UCITS fonda od imovine poddepozitara u slučaju delegacije poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda, uz ostvarenje iste razine zaštite imovine UCITS fonda koju bi postigao sam depozitar da nije delegirao navedene poslove.⁸²⁵ U treću skupinu svrstavamo obvezu depozitara da prati i procjenjuje rizike povezane sa skrbništvom financijskih instrumenata UCITS fonda, te da o tome, a posebice o svakom značajnom prepoznatom riziku, obavještava društvo za upravljanje.⁸²⁶ Četvrta se skupina odnosi na obvezu depozitara da uspostavi unutarnju organizaciju koja će omogućiti da se na najmanju moguću mjeru svedu rizici zlouporabe sredstava, prijevare, neadekvatnog administriranja, te neprimjerenog vođenja evidencija financijskih instrumenata, a što može za posljedicu imati gubitak ili smanjenje vrijednosti zasebne imovine UCITS fonda.⁸²⁷

Naposljetku, valja odrediti kakve skrbničke račune depozitar otvara i vodi za financijske instrumente UCITS fonda. ZOIFJP-om nije određeno kakve je skrbničke račune depozitar dužan otvarati za financijske instrumente UCITS fonda koje drži u skrbništvu.⁸²⁸ Prema ZTK-

⁸²³ Vidi čl. 15. st. 1. točke 1.-5. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁸²⁴ Čl. 15. st. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁸²⁵ Vidi čl. 15. st. 1. t. 6. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁸²⁶ Vidi čl. 15. st. 1. t. 7. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁸²⁷ Vidi čl. 15. st. 1. t. 8. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁸²⁸ Za usporedbu, ni njemački zakonodavac u KAGB-u ne određuje na kakvom skrbničkom računu depozitar može držati financijske instrumente UCITS fonda. Ono što propisuje je da se financijski instrumenti UCITS fonda imaju držati na tzv. računu sa zaporkom (*Sperrdepot* ili *gesperres Depot*). Točnije, § 72. st. 1. KAGB-a propisuje: „*Die Verwahrstelle hat die zum inländischen OGAW gehörenden Wertpapiere und Einlagezertifikate in ein gesperres Depot zu legen*“. O *sperrdepotu* vidi više: Kumpel, S., Decker, E., op. cit. u bilj. 460., str. 140. Međutim, time nije odgovoreno na kakvim skrbničkim računima depozitar drži financijske instrumente UCITS fonda. Canaris navodi da se u njemačkome pravu pojedinačni depozit vrijednosnih papira (*Sonderverwahrung*) smatra pravilom, a zbirni depozit vrijednosnih papira (*Sammelverwahrung*) tek iznimkom. U analizi investicijskog posla, Canaris se poziva na § 5 DepG-a (Depotgesetz (BGBl. I S. 34, zadnji put izmijenjen 4. srpnja 2013. u BGBl. I S. 1981), prema kojemu ostavoprimalac (kreditna institucija, SKDD i drugi) moraju imati pristanak ostavitelja vrijednosnih papira (*Hinterleger*) da bi položene vrijednosne papire mogli držati u zbirnom depozitu (*Sammelverwahrung*). U investicijskom poslu, ostaviteljem vrijednosnih papira smatra se društvo za upravljanje s obzirom da on, slijedom njegovog odnosa s ulagatelja, nastupa u pravnom prometu u svoje ime, a za račun ulagatelja. Stoga Canaris zaključuje da je depozitaru potreban pristanak, odnosno ovlaštenje društva za upravljanje da bi financijske instrumente fonda mogao držati na zbirnom skrbničkom računu. Međutim, moderna je praksa da kreditne institucije više ne drže financijske instrumente na računima otvorenim unutar same kreditne institucije, već kod, tzv. centralnih depozitorija koji pružaju usluge namire i poravnavanja vrijednosnih papira (*Wertpapiersammelbank*), kao što je to hrvatski SKDD. To otvara pitanje znači li da pristanak ostavitelja

u, skrbnički računi na kojemu se pohranjuju financijski instrumenti mogu biti otvoreni na ime, pod zaporkom ili kao zbirni skrbnički računi.⁸²⁹ Odluku o tome kakav će se skrbnički račun otvoriti donosi sam skrbnik pri otvaranju skrbničkog računa.⁸³⁰ Međutim u čl. 153. Uputa SKDD-a, predviđeno je da skrbnik otvara skrbnički račun „...u skladu s uputama svojih klijenata o tome na koji način će voditi skrbničke račune (na ime, pod zaporkom ili zbirno)...“. Ostavodavatelj financijskih instrumenata UCITS fonda je društvo za upravljanje.⁸³¹ Primjenivši čl. 153. Upute SKDD-a, društvo za upravljanje ima pravo davati upute depozitaru o tome na kakvim će skrbničkim računima držati financijske instrumente UCITS fonda, što smatramo da bi društva za upravljanje trebala koristiti radi osiguranja veće razine zaštite zasebne imovine UCITS fonda.

Ako društvo za upravljanje propusti dati uputu o vrsti skrbničkih računa koje depozitar otvara za UCITS fonda, depozitar UCITS fonda samostalno donosi odluku o vrsti skrbničkog računa na kojemu će pohranjivati financijske instrumente UCITS fonda koje je dužan držati u skrbništvu, pri tome se uvijek rukovodeći pažnjom dobrog stručnjaka i interesima ulagatelja UCITS fonda. *De lege ferenda*, smatramo da bi potencijalni ulagatelji trebali biti obaviješteni o dodatnim rizicima koji za njih proizlaze iz okolnosti da se financijski instrumenti UCITS fonda drže na zbirnim skrbničkim računima. Za ovakvo se rješenje zalažemo jer zbirni skrbnički računi sa sobom nose specifične rizike kojih nema kod pojedinačnih skrbničkih računa, tj. skrbničkih računa otvorenih na ime, o čemu će biti izloženo u nastavku.

Analizom prospekata hrvatskih UCITS fondova, uočava se da u većini ne postoje informacije o tome na kakvom će skrbničkom računu depozitar držati financijske instrumente UCITS fonda. Rijetki prospekti u kojima je dana ta informacija, navode da će se financijski instrumenti UCITS fonda držati na *zbirnim skrbničkim računima*.⁸³² Tek dva društva za upravljanje UCITS fondovima u svojim su prospektima za UCITS fondove istaknuli

vrijednosnih papira, što je u okviru investicijskog posla društvo za upravljanje, više nije potreban. Canaris je dotaknuo i ovo pitanje, te je zaključio da treba tumačiti da je pristanak društva za upravljanje i dalje potreban, posebice u slučaju ako se skrbnički računi otvaraju kod poddepozitara u inozemstvu. Tada se zahtijevanje pristanka društva za upravljanje nastoji osigurati da inozemni poddepozitar osiguravaju istu razinu zaštite financijskih instrumenata UCITS fonda kao i u njemačkome pravu. Vidi Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2467 i dalje.

⁸²⁹ Čl. 491. st. 3. t. 1. ZTK. Isto predviđaju i Pravila SKDD-a, str. 9. Razradu o vrstama i značajkama skrbničkih računa vidi u Markovinović, H., Tepeš, N., u Čulinović-Herc, E., Jurić, D., Žunić Kovačević, N. (ur.), op. cit. u bilj. 744., str. 360 i dalje.

⁸³⁰ Vidi čl. 63. Pravila SKDD-a.

⁸³¹ To proizlazi iz ugovornog odnosa između društva za upravljanje i ulagatelja prema kojemu društvo za upravljanje u pravnom prometu nastupa u svoje ime, a za račun UCITS fonda, odnosno za zajednički račun svih imatelja udjela u UCITS fondu. Vidi čl. 87. st. 1. ZOIFJP-a.

⁸³² Pravila SKDD-a na str. 9. određuju zbirni skrbnički račun kao „račun vrijednosnih papira koji otvara skrbnik za više nalogodavatelja ili za drugog skrbnika, pri čemu jedino on zna identitet nalogodavatelja za čiji račun skrbi nad vrijednosnim papirima.“

informaciju da je društvo za upravljanje suglasno s time da depozitar drži financijske instrumente UCITS fonda na zbirnom skrbničkom računu, a jedan od tih dvoje je uključio i izjavu da preuzima rizike držanja dijela ili cjelokupne imovine na zbirnim skrbničkim računima kod globalnog skrbnika.

Vezano uz rizike koji za ulagatelja proizlaze kao posljedica držanja financijskih instrumenata UCITS fonda na zbirnom skrbničkom računu, izdvaja se rješenje čl. 20. st. 6. t. 2. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima prema kojemu je investicijsko društvo dužno, ako se imovina klijenta namjerava držati, odnosno pohraniti zbirno, o tome prethodno izvijestiti klijenta, a malog ulagatelja dodatno izričito upozoriti na rizike i značenje zbirnog držanja imovine. Navedena upozorenja mogu biti sastavni dio ugovora i/ili općih uvjeta poslovanja. ZOIFJP ne traži da društva za upravljanje unesu upozorenja ulagateljima UCITS fonda o rizicima koji nastaju kao posljedica držanja financijskih instrumenata na zbirnom skrbničkom računu, što smatramo propustom. Čl. 3. st. 1. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima predviđa da se njegove odredbe primjenjuju i na kreditne institucije kada pružaju investicijske usluge i na društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom koja pružaju usluge upravljanja portfeljem i investicijskog savjetovanja.⁸³³ Smatramo da se „upravljanje portfeljem“ odnosi na pomoćnu djelatnost koju društvo za upravljanje također može obavljati, a radi se o upravljanju pojedinačnim portfeljem ulagatelja iz čl. 13. st. 2.a ZOIFJP-a.

Drugim riječima, društva za upravljanje UCITS fondovima nisu dužna primjenjivati rješenje iz čl. 20. st. 6. t. 2. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima. *De lege ferenda*, zakonodavac bi izrijeком trebao predvidjeti u ZOIFJP-u da je društvo za upravljanje u prospektu, te pravilima UCITS fonda i ključnim informacijama za ulagatelje dužno navesti i koji rizici nastaju kao posljedica što se financijski instrumenti UCITS fonda drže na zbirnom skrbničkom računu jer smatramo da bi ulagatelji trebali uživati isti nivo obaviještenosti, a time i zaštite bilo da im društvo za upravljanje pruža uslugu upravljanja pojedinačnim portfeljem ili upravljanja UCITS fondom.

Analizom prospekata društava za upravljanje UCITS fondovima koji su bili registrirani u Registru kod HANFE na dan 19. ožujka 2014., ustanovili smo da su neka društva za upravljanje ipak uvrstila objašnjenja posebnih rizika koji za ulagatelje UCITS fondova

⁸³³ Točnije, čl. 3. st. 1. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima predviđa da se na kreditne institucije i društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom primjenjuju odredbe iz čl. 1. t. 1. Pravilnika, a koje između ostaloga obuhvaćaju i točku h., zaštitu imovine klijenata investicijskog društva. S obzirom na to da je čl. 20. Pravilnika u dijelu koji se odnosi na zaštitu imovine klijenata investicijskog društva, znači da se primjenjuje i na kreditne institucije i društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom koja pružaju usluge upravljanja portfeljem i investicijskog savjetovanja.

proizlaze kao posljedica držanja financijskih instrumenata UCITS fondova na zbirnim skrbničkim računima, posebice u slučaju delegacije poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda. Time je ispunjen i zahtjev iz čl. 229. st. 2. ZOIFJP-a prema kojemu je depozitar, u slučaju delegacije pohrane zasebne imovine UCITS fonda, dužan u prospektu i ključnim podacima za ulagatelje opisati rizike koje delegiranje može imati za zasebnu imovinu UCITS fonda.

Kao rizici se, primjerice navode: pravni rizici povezani s utvrđivanjem, odnosno dokazivanjem stvarnog imatelja financijskih instrumenata na zbirnom skrbničkom računu. Nadalje u slučaju gubitka na zbirnom računu kojeg drži poddepozitar može doći do problema identifikacije kome pripadaju financijski instrumenti. Može se pojaviti problem u vidu otežavanja korporativnih akcija u smislu ostvarenja korporativnih prava jer izdavatelju financijskih instrumenata nisu poznati stvarni imatelji. Ako depozitar kod stranog skrbnika pohrani financijske instrumente više klijenata na jedan zbirni skrbnički račun postoji mogućnost da, ako pojedini klijenti daju suprotstavljene upute za, primjerice, glasovanje na glavnoj skupštini društva, određeni pravni poreci ne dopuštaju da skrbnik različito glasa temeljem dionica koje ima u skrbništvu na istome računu. Nadalje, postoji rizik i kod određenja točnog iznosa nominalnih vrijednosti dionica koje skrbnik drži na zbirnom računu potrebnim radi određenja broja glasova koje depozitar može ostvariti na glavnoj skupštini. Zbog udaljenosti izdavatelja od stvarnog imatelja financijskih instrumenata postoji i rizik kašnjenja u protoku informacija o korporativnim akcijama. S poreznog aspekta, struktura zbirnih skrbničkih računa može onemogućiti razlikovanje transakcija koje su podložne porezu i transakcija koje su oslobođene od poreza. Također, porezni rizici povezani su i s nemogućnošću identifikacije stvarnog imatelja u trenutku obustave, obračuna i naplate poreza. Naposljetku, ističe se i rizik da relevantni pravni sustavi ne poznaju pravnu strukturu zbirnih skrbničkih računa, što za posljedicu može imati nemogućnost poddepozitara da provodi zahtjev odvojenosti zasebne imovine UCITS fonda od imovine poddepozitara, kao i nemogućnost ostvarivanja vlasničkih prava ulagatelja glede financijskih instrumenata i drugo.

Opisana praksa ima šire značenje od izvršavanja obveze prema čl. 229. st. 2. ZOIFJP-a, i to jer se u analiziranim prospektima ističu rizici vezani uz pohranu financijskih instrumenata na zbirnim skrbničkim računima, a ne samo rizici vezani uz delegaciju poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda. Stoga ovakvu praksu nekih društava za upravljanje UCITS fondova smatramo iznimno dobrim primjerom gdje se nastoji zaštititi interese ulagatelja i povrh zadovoljenja obveza koje je zakonodavac izrijekom predvidio. Skrbništvo nad vrijednosnim papirima, zajedno s nizom pravnih poslova s njime povezano predstavlja

iznimno složenu pravnu strukturu, te je tumačenje rizika koji su s time povezani ključno da bi si ulagatelji UCITS fondova uopće mogli predočiti do kakvih sve problema može doći u praksi.

3.3.1.2. Potvrda i provjera zasebne imovine UCITS fonda

Obveza depozitara da provjerava i potvrđuje (*verification*) zasebnu imovinu UCITS fonda, odnosno da potvrđuje da određena imovina pripada UCITS fondu i vodi o njoj evidencije, još je jedan posao kojeg depozitar obavlja u okviru pohrane zasebne imovine UCITS fonda (*asset monitoring duties*).⁸³⁴

U ovom će se dijelu ispitati u odnosu na koje vrste imovine UCITS fonda depozitar ima obvezu pohrane na način da je potvrđuje i provjerava, te kako on tu obvezu izvršava s obzirom na odredbe ZOIFJP-a i Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

3.3.1.2.1. Određenje zasebne imovine UCITS fonda koju je depozitar dužan provjeravati i potvrđivati

Članak 217. st. 1. t. 2. ZOIFJP-a označava tu kategoriju imovine kao „ostala imovina“, a koja obuhvaća svu preostalu imovinu UCITS fonda koju depozitar *nije* dužan držati u skrbništvu.

U to se ubrajaju nematerijalizirani financijski instrumenti UCITS koji ne ispunjavaju uvjete iz čl. 217. st. 1. t. 1. ZOIFJP-a i čl. 14. st. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda, te ih stoga depozitar nije dužan držati u skrbništvu. Također, tu ulaze i materijalizirani financijski instrumenti UCITS fonda koji ne mogu biti fizički predani depozitaru ili nisu predani depozitaru na čuvanje sukladno čl. 14. st. 3. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

U ovu kategoriju imovine ulaze i financijski ugovori kao što su izvedenice, zatim novčani depoziti, ulaganja u društva čijim udjelima / ili dionicama se ne trguje slobodno (*privately held companies*) te udjeli u ortaštvima (*partnership*) i sva druga imovina u koju je sukladno čl. 249. ZOIFJP-a UCITS fond ovlašten ulagati, pod uvjetom da ne ulazi u kategoriju zasebne imovine UCITS fonda koju je depozitar dužan držati u skrbništvu.

Za gubitak i drugu vrstu štete na imovini UCITS fonda u odnosu na koju postoji obveza provjere i potvrde, a do koje je došlo zbog toga što je depozitar povrijedio neku od svojih obveza temeljem ZOIFJP-a ili ugovora o obavljanju poslova depozitara, depozitar odgovara

⁸³⁴ Čl. 217. st. 1. t. 2.a ZOIFJP.

(ulagateljima) na temelju nepažnje (subjektivna odgovornost).⁸³⁵ Radi se o blažem stupnju odgovornosti od one u slučaju gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda koje je depozitar dužan držati u skrbništvu (objektivna odgovornost).

3.3.1.2.2. Način izvršavanja poslova provjere i potvrde zasebne imovine UCITS fonda

Pri obavljanju poslova provjere i potvrde zasebne imovine UCITS fonda depozitar mora poštovati odredbe o načinu pohrane zasebne imovine UCITS fonda iz čl. 218. ZOIFJP-a, koje mora poštovati i kada drži financijske instrumente UCITS fonda u skrbništvu.⁸³⁶ Specifične obveze koje depozitar ima kada provjerava i potvrđuje zasebnu imovinu UCITS fonda određene su čl. 217. st. 1. t. 2. ZOIFJP-a te čl. 16. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.⁸³⁷

Članak 217. st. 1. t. 2.a ZOIFJP-a izrijeком predviđa da je „ostalu imovinu“, odnosno imovinu UCITS fonda koju depozitar nije dužan držati u skrbništvu, depozitar dužan provjeriti i potvrditi da je vlasništvo UCITS fonda, odnosno da pripada UCITS fondu, te je dužan o njoj voditi evidencije. Evidencije o zasebnoj imovini UCITS fonda imaju iznimno važnu ulogu, te je zahtjev za njihovim ažurnim vođenjem⁸³⁸ jedna od ključnih obveza depozitara u okviru pohrane zasebne imovine UCITS fonda.

Da bi depozitar mogao pravilno voditi evidenciju o zasebnoj imovini UCITS fonda, bitno je da mu društvo za upravljanje pravodobno dostavlja podatke o svim poslovima upravljanja, odnosno raspolaganja zasebnom imovinom UCITS fonda. To je u skladu s čl. 217. st. 1. t. 2.b ZOIFJP-a koji propisuje da se provjera i potvrda zasebne imovine UCITS fonda mora temeljiti *„na informacijama ili dokumentima koje je depozitaru dostavilo društvo za upravljanje ili, kada je to primjenjivo, na podacima iz javno dostupnih registara i evidencija“*.

Stoga je u čl. 16. st. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda izrijeком propisano da je društvo za upravljanje dužno depozitaru kontinuirano dostavljati „dovoljno pouzdanih informacija“ kako bi depozitar mogao ispunjavati obvezu provjere i potvrde

⁸³⁵ O tomu je više rečeno u poglavlju 4.2.1.

⁸³⁶ O tomu je više rečeno u poglavlju 3.3.1.1.3.

⁸³⁷ Time su preuzeta neka od rješenja iz čl. 90. Uredbe 231/2013.

⁸³⁸ Vidi čl. 217. st. 4. ZOIFJP, te čl. 16. st. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda koji predviđa da je depozitar dužan voditi sveobuhvatnu i ažurnu evidenciju sve imovine UCITS fonda bez obzira je li ista pohranjena na skrbništvo, odnosno evidenciju o imovini UCITS fonda pored financijskih instrumenata UCITS fonda koje je depozitar dužan držati u skrbništvu.

zasebne imovine UCITS fonda.⁸³⁹ Također, društvo za upravljanje je dužno propisati i primjenjivati prikladne postupke kojima se osigurava da se ne može raspolagati zasebnom imovinom UCITS fonda bez da se o takvoj transakciji ne obavijesti depozitara ili poddepozitara,⁸⁴⁰ što se odnosi i na slučaj kada je društvo za upravljanje delegiralo poslove upravljanja UCITS fonda na treću osobu.⁸⁴¹ Na to se nadovezuje i obveza društva za upravljanje o evidenciji transakcija UCITS fonda iz čl. 12. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za društva za upravljanje UCITS fondovima.⁸⁴²

3.3.1.3. Posebno o neplasiiranim novčanim sredstvima UCITS fondova

Obveza pohrane novčanih sredstava UCITS fonda spada pod obvezu pohrane tzv. ostale imovine, te se prema čl. 217. st. 3. ZOIFJP-a neplasiirana novčana sredstva UCITS fonda imaju držati na transakcijskim računima za poslovne namjene.

U okviru UCITS zakonodavstva nije određeno na kakvim se računima imaju pohranjivati novčana sredstva UCITS fonda kao što je to napravio hrvatski zakonodavac. Za razliku od toga, naglasak je stavljen na dužnost depozitara da kontrolira pohranjena novčana sredstva UCITS fonda. Radi se o posebnoj mjeri u UCITS V Direktivi, kojoj je cilj osigurati da depozitar ima nadzor nad cjelokupnom zasebnom imovinom UCITS fonda (*cash flows duties*).⁸⁴³ Nastoji se osigurati da se, bez znanja depozitara, ne mogu otvarati računi na koje se polažu novčana sredstva UCITS fonda ili povezana s transakcijama UCITS fonda.⁸⁴⁴ Time se izbjegavaju moguće zlouporabe, odnosno nedopuštena raspolaganja novčanim sredstvima UCITS fonda.

U skladu s time, čl. 12. st. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda propisuje da je, u slučaju kada se novčana sredstva UCITS fonda vode na računima koji nisu otvoreni kod depozitara, društvo za upravljanje dužno depozitaru kontinuirano osiguravati

⁸³⁹ Pored izričitih zakonskih odredbi, obvezu izmjene podataka između društva za upravljanje i depozitara uređuje i ugovor o obavljanju poslova depozitara. Tako je obvezatan sadržaj ugovora i opis postupaka kojima će depozitar imati pristup informacijama koje su mu potrebne da bi mogao obavljati poslove depozitara, odnosno poslove provjere i potvrde zasebne imovine UCITS fonda (čl. 7. st. 1. t. 4. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda). Pritom je dopušteno da društvo za upravljanje i depozitar izmjenjuju potrebne informacije i elektroničkim putem, pod uvjetom da je ugovorom dodatno određen način čuvanja tih informacija (čl. 11. Pravilnika).

⁸⁴⁰ Čl. 16. st. 3. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁸⁴¹ Čl. 16. st. 4. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁸⁴² Tako je prema čl. 12. st. 1. navedenog Pravilnika društvo za upravljanje dužno bez odgode evidentirati svaku transakciju izvršenu za UCITS fond, na način koji omogućava utvrđivanje i praćenje svih ključnih faza obrade naloga i izvršenja transakcije. Članak 12. st. 2. Pravilnika određeni su minimalni podatci koje mora sadržavati evidencija. Također, prema čl. 12. st. 4. Pravilnika, društvo za upravljanje dužno je voditi evidenciju i o svim drugim sklopljenim ugovorima ili poslovima na način da evidentira sve bitne karakteristike i odrednice sklopljenog ugovora ili posla.

⁸⁴³ Vidi čl. 22. st. 4. UCITS V Direktive.

⁸⁴⁴ Vidi Preambulu br. 16. UCITS V Direktive.

pristup svim potrebnim informacijama. Tako je društvo za upravljanje dužno obavještavati depozitara o svim postojećim transakcijskim računima za poslovne namjene koji su otvoreni za UCITS fond i o stanju na tim računima.⁸⁴⁵ Uz to, depozitaru moraju biti dostupni svi nalozi i informacije vezane uz transakcijske račune za poslovne namjene na kojima su pohranjena novčana sredstva UCITS fonda.⁸⁴⁶ Svakako je suradnja depozitara i društva za upravljanje ključna da bi depozitar mogao voditi točne i potpune evidencije o novčanim sredstvima UCITS fonda.

Nadalje, depozitar je dužan osigurati da se novčana sredstva UCITS fonda vode na odvojenim računima u njegovim knjigovodstvenim evidencijama, i to tako da se u svakom trenutku može jasno odrediti i razlučiti imovina koja pripada UCITS fondu. Posebice je depozitar dužan osigurati da se novčana sredstva UCITS fonda vode na računima koji su različiti od računa depozitara i osoba, odnosno institucija kod kojih su ti računi otvoreni.⁸⁴⁷

Tako ZOIFJP određuje da se transakcijski računi za poslovne namjene na kojima depozitar drži novčana sredstva, mogu otvarati u ime društva za upravljanje ili depozitara, a za račun UCITS fonda,⁸⁴⁸ što je u skladu s čl. 22. st. 4.a UCITS V Direktive.⁸⁴⁹

U svakom slučaju, novčana sredstva ulagatelja UCITS fonda *nisu* obuhvaćena kompenzacijskom shemom prema ZOD-u u slučaju nedostupnosti depozita.⁸⁵⁰ Također, trenutačno rješenje otvara prostor različitim tumačenjima o tome jesu li ta sredstva izuzeta od likvidacijske ili stečajne mase depozitara ili druge osobe kod koje su pohranjena,⁸⁵¹ što smatramo iznimno nepovoljnim po ulagatelje.

Depozitar je ovlašten otvarati račune samo kod središnje banke, kreditne institucije ili banke sa sjedištem u trećoj državi s odobrenjem za rad koje je izdalo nadležno tijelo, pod

⁸⁴⁵ Vidi čl. 12. st. 3. t. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Ovu se obvezu društva za upravljanje nadalje konkretizira kroz obvezu da obavještava depozitara o svakom novom otvorenom transakcijskom računu za poslovne namjene na kojemu se drže novčana sredstva UCITS fonda (čl. 12. st. 3. t. 2. Pravilnika) te da će depozitar najmanje dnevno dobivati ili imati uvid u informacije vezane uz stanje i promjene po transakcijskim računima za poslovne namjene UCITS fonda koji su otvoreni kod drugih ovlaštenih osoba, pri čemu depozitar te informacije može dobivati izravno od tih osoba ili od društva za upravljanje (čl. 12. st. 3. t. 3. Pravilnika).

⁸⁴⁶ Čl. 13. st. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁸⁴⁷ Čl. 13. st. 1. t. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁸⁴⁸ Čl. 217. st. 3. t. 1. ZOIFJP. Također vidi čl. 12. st. 1. t. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁸⁴⁹ Navedeni članak UCITS V Direktive predviđa da se računi mogu otvarati i na ime UCITS fonda, no smatramo da se takvo rješenje može primjenjivati samo u slučajevima kada je UCITS fond osnovan kao pravna osoba, što prema odredbama ZOIFJP-a nije moguće u hrvatskom pravu.

⁸⁵⁰ Članak 3. st. 2. ZOD-a izrijeком određuje da pravo na obeštećenje putem kompenzacijske sheme osiguranja depozita nemaju društva za upravljanje i zasebna imovina kojom ta društva upravljaju.

⁸⁵¹ O tomu je više rečeno u poglavlju 2.4.3.

uvjetom da pravni sustav treće države propisuje iste pravne učinke transakcijskih računa za poslovne namjene kao i hrvatsko pravo i da se nad njima učinkovito provodi nadzor.⁸⁵²

Otvoreni računi se moraju voditi u skladu s načelima zaštite imovine klijenata postavljenih propisima koji uređuju tržište kapitala.⁸⁵³ Radi se o smislenoj primjeni čl. 42. st. 3. ZTK-a koji uređuje način na koji je investicijsko društvo dužno pohranjivati novčana sredstva klijenta te čl. 24.-26. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima.

Članak 42. st. 3. ZTK-a određuje da je investicijsko društvo, kao i kreditna institucija,⁸⁵⁴ kada drži novčana sredstva dužno provoditi primjerene mjere kojima se štite prava klijenata, te da je dužno spriječiti upotrebu novčanih sredstava klijenata za vlastiti ili tuđi račun, odnosno za račun drugih klijenata investicijskog društva. Međutim, ZOIFJP-om je djelomice derogirano ovakvo rješenje, jer tumačenjem čl. 218. st. 4. ZOIFJP-a proizlazi da se zabrana depozitaru da koristi imovinu UCITS fonda odnosi samo na financijske instrumente, dok su neplisirana novčana sredstva izostavljena od postavljene zabrane.⁸⁵⁵ Drugim riječima, depozitar je ovlašten raspolagati novčanim sredstvima UCITS fonda.

Od rješenja sadržanih u Pravilniku o organizacijskim zahtjevima važan je propis čl. 24. st. 6. koji obvezuje investicijsko društvo da, prije no što pohrani novčana sredstva klijenta na račun u kreditnoj instituciji, od iste pribavi dpotvrdu da se sva novčana sredstva klijenta drže, odnosno da će se držati na *povjereničkom računu* investicijskog društva,⁸⁵⁶ te da iz oznake računa ili na drugi način mora biti jasno vidljivo da se radi o novčanim sredstvima klijenata koja ne pripadaju investicijskom društvu.⁸⁵⁷

⁸⁵² Čl. 217. st. 3. t. 2. ZOIFJP-a.

⁸⁵³ Tako predviđa čl. 217. st. 3. t. 3. ZOIFJP-a, a potvrđuje čl. 12. st. 1. t. 3. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Članak 22. st. 4. UCITS V Direktive konkretno upućuje na primjenu Direktive Komisije 2006/73/EZ od 10. kolovoza 2006. o provedbi Direktive 2004/39/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u odnosu na organizacijske zahtjeve i uvjete poslovanja investicijskih društava i izraze definirane za potrebe te Direktive, SL L 241, 02.09.2006, str. 26–58. Točnije, upućuje na primjenu čl. 18. st. 1. i to točke a), b) i c) koji propisuju da investicijska (brokerska) društva mogu držati novac svojih klijenata položen, tj. deponiran na za to ovlaštenim subjektima, tj. centralnoj banci, kreditnoj instituciji ili banci u trećoj državi. Također, predloženi čl. 22. st. 4.c UCITS IV Direktive upućuje i na primjenu načela iz čl. 16. iste direktive. Radi se o sljedećim načelima: načelo odvojenosti imovine investicijskih društava od imovine klijenata, ažurno vođenje evidencije imovine klijenata, ulaganje dužne pažnje da se imovina klijenta ne smanji zbog nemara, prijevare, nedopuštenog korištenja ili pogrešaka u administraciji s imovinom i drugo.

⁸⁵⁴ Čl. 42. st. 4. ZTK.

⁸⁵⁵ O tomu će više biti rečeno u poglavlju 3.3.1.4.

⁸⁵⁶ Istim je člankom određeno da institucija kod koje su novčana sredstva klijenata položena nema pravo spajanja tog računa s drugim računima ili pravo prijeboja u odnosu na novčana sredstva položena na tom računu u odnosu na bilo koji iznos koji toj instituciji duguje bilo koja osoba (uključujući investicijsko društvo i klijente), osim: a. do iznosa troškova vođenja, administriranja i pohrane novčanih sredstava na tom računu, kada klijent investicijskog društva ne osigura sredstva potrebna za namiru, b. kada se novčana sredstva klijenata drže izvan Republike Hrvatske, pod uvjetom da je postojanje takvog prava nužno sukladno nacionalnom zakonodavstvu ili je nužan uvjet za sudjelovanje na lokalnom tržištu, te da je investicijsko društvo poduzelo sve razumne korake da utvrdi da je takav način držanja novčanih sredstava u najboljem interesu klijenata.

⁸⁵⁷ Vidi čl. 24. st. 6. t. 2. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima.

Međutim, Pravilnik o organizacijskim zahtjevima ne primjenjuje se na društva za upravljanje kada upravljaju UCITS fondovima, već samo kada pružaju usluge (individualnog) upravljanja portfeljem i investicijskog savjetovanja iz čl. 5. st. 1. točaka 4. i 5. ZTK-a, što jasno proizlazi iz čl. 3. st. 1. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima. Nadalje, primjena navedenog Pravilnika na kreditne institucije prema čl. 3. st. 1. istoga pravilnika ograničena je na poslove kada kreditna institucija pruža investicijske usluge, obavlja investicijske aktivnosti i pomoćne investicijske usluge. U pomoćne usluge prema čl. 5. st. 2. t. 1. ZTK-a, ulazi i „*pohrana i administriranje financijskih instrumenata za račun klijenata, uključujući i poslove skrbništva i s tim povezane usluge, kao na primjer upravljanje novčanim sredstvima, odnosno instrumentima osiguranja*“. Upitno je može li se obvezu depozitara da pohranjuje novčana sredstva UCITS fonda podvesti pod čl. 5. st. 2. t. 1. ZTK-a. Mogući su različiti zaključci, jer novčana sredstva UCITS fonda mogu, ali i ne moraju biti povezana s poslovima pohrane financijskih instrumenata UCITS fonda. Primjerice, u neplasirana novčana sredstva UCITS fonda ulaze i uplaćena novčana sredstva od ulagatelja na ime kupnje udjela UCITS fonda, u kojem slučaju se ne bi moglo reći da su povezana s pohranom financijskih instrumenata UCITS fonda.

Unatoč tome, smatramo da rješenje iz čl. 217. st. 3. t. 1. ZOIFJP-a koji određuje da se novčana sredstva UCITS fonda imaju držati na računima otvorenima u ime društva za upravljanje ili depozitara, a za račun UCITS fonda, valja tumačiti kao obvezu držanja novčanih sredstava UCITS fonda na povjereničkim računima.

Depozitar je u svakom slučaju dužan ažurno voditi evidencije o novčanim sredstvima UCITS fonda, te usklađivati i provjeravati stanje novčanih sredstava UCITS fonda u vlastitim evidencijama s evidencijama osoba kod kojih su otvoreni transakcijski računi za poslovne namjene radi pohrane novčanih sredstava UCITS fonda i evidenciji društva za upravljanje o stanju novčanih sredstava.⁸⁵⁸

3.3.1.4. Posebno o pravu depozitara da za svoj račun (ne) koristi zasebnu imovinu UCITS fonda

U anglosaksonskom pravu smatra se da se pravni posao investiranja u investicijske fondove, a u okviru toga i posao skrbništva nad imovinom fonda, temelji na konceptu

⁸⁵⁸ Vidi čl. 13. st. 1. točke 3.-5. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Također vidi čl. 25. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima.

trusta.⁸⁵⁹ Pri tomu je depozitar skrbnik, tj. *trustee*. U okviru trusta, jedno od osnovnih načela jest da skrbnik, tj. *trustee* nije ovlašten raspolagati imovinom u skrbništvu za svoj ili tuđi račun, osim kada korisnik (*beneficiary*) da svoj pristanak na takvo raspolaganje.⁸⁶⁰

Takvo je rješenje djelomično usvojeno i u ZOIFJP-u. Prema čl. 218. st. 4. ZOIFJP-a, depozitar i poddepozitari „*ne smiju koristiti imovinu UCITS fonda iz članka 217. stavka 1. točke 1. ovoga Zakona za obavljanje transakcija za vlastiti račun ili za ostvarivanje bilo kakve koristi za sebe, svoje osnivače, radnike ili u bilo koju drugu svrhu osim u korist ulagatelja.*“ Analizom navedene odredbe, jasno proizlazi da depozitar i poddepozitari ne smiju koristiti za svoj ili tuđi račun, osim za račun UCITS fonda, financijske instrumente koje su u skladu čl. 217. st. 1. t. 1. ZOIFJP-a dužni držati u skrbništvu.

Međutim, navedeni članak izostavlja iz zabrane raspolaganja, odnosno daljnjeg korištenja tzv. ostalu imovinu iz čl. 217. st. 1. t. 2. ZOIFJP-a, te novčana sredstva iz čl. 217. st. 3. ZOIFJP-a. Iz toga proizlazi da su prema trenutačnom rješenju ZOIFJP-a, depozitar i poddepozitari ovlašteni raspolagati tzv. ostalom imovinom i neplasiranim novčanim sredstvima UCITS fonda i za svoj račun. Za usporedbu, čl. 51. st. 3. prijašnjeg ZIF-a 05 sadržavao je zabranu depozitnoj banci da raspolaže cjelokupnom imovinom fonda za svoj ili za tuđi račun.⁸⁶¹ Iz toga je za zaključiti da je prijašnji ZIF 05 pružao ulagateljima UCITS fondova osnovu za veću zaštitu u smislu zabrane daljnjeg korištenja zasebne imovine UCITS fonda od trenutačnog rješenja iz ZOIFJP-a.

Unatoč navedenoj kritici, hrvatsko je rješenje u skladu s postojećim rješenjima EU zakonodavca, te su ZOIFJP-om usvojena rješenja koja su u trenutku njegova donošenja bila tek predložena u amandmanima prijedloga UCITS V Direktive. Usvojene direktive u okviru UCITS zakonodavstva, kao niti predložena UCITS V Direktiva u izvornom tekstu od 3. srpnja 2012. uopće nisu doticale pitanje depozitarevog prava daljnjeg korištenja zasebne imovine UCITS fonda. Iz toga proizlazi da je to pitanje bilo ostavljeno nacionalnim zakonodavstvima.

Pitanje daljnjeg korištenja zasebne imovine UCITS fonda prva je dotaknula Europska središnja banka (dalje u tekstu: ECB). ECB je u svome mišljenju o Prijedlogu UCITS V Direktive, a kojeg je dala 11. siječnja 2013., izrekla da bi predložena UCITS V Direktiva

⁸⁵⁹ Vidi Wulf, C., op. cit. u bilj. 448., str. 182. Vidi također Hudson, A., *The Regulation of Trustees*, u Dixon, M., Griffiths, G., *Contemporary Perspectives on Property, Equity and Trust Law*, Oxford, 2007., str. 163.

⁸⁶⁰ Wood, P. R., op. cit. u bilj. 52., str. 435-436. Također vidi Watkin, T. G., *Changing Concepts of Ownership in English Law During the Nineteenth and Twentieth Centuries*, *The changing idea of beneficial ownership under the English trust*, u Dixon, M., Griffiths, G. (ur.), *Contemporary Perspectives on Property, Equity and Trust Law*, Oxford, 2007., str. 143.

⁸⁶¹ Točnije, čl. 51. st. 3. ZIF-a 05 glasilo je: „*Depozitna banka ne smije koristiti imovinu investicijskog fonda, bilo izravno ili neizravno, za obavljanje transakcija za vlastiti račun ili za ostvarivanje bilo kakve koristi za sebe ili svoje zaposlenike ili u bilo koju drugu svrhu osim u korist dioničara ili imatelja udjela.*“

trebala izrijekom zabraniti depozitaru i poddepozitarima UCITS fonda da za svoj ili za tuđi račun dalje koriste (*reuse*) zasebnu imovinu UCITS fonda koju drže u skrbništvu.⁸⁶² Razlog tomu je što takva praksa može ulagateljima donijeti dodatni rizik, kao i narušiti financijsku stabilnost, ponajviše zbog tehnike zaduživanja kroz instrument, tzv. financijske poluge (*leverage*) gdje se kao poluga koristi imovina u skrbništvu.⁸⁶³ ECB je u svome mišljenju usporedila položaj i potrebe ulagatelja UCITS fondova u odnosu na ulagatelje AIF-ova koji su uređeni AIFM Direktivom. ECB je mišljenja da za razliku od AIFM Direktive, koja dopušta da depozitari ili *prime brokeri* dalje koriste zasebnu imovinu fondova pod uvjetom da je društvo za upravljanje tih fondova na to pristalo,⁸⁶⁴ UCITS zakonodavstvo treba težiti strožem rješenju jer u UCITS fondove mahom ulažu mali ulagatelje kojima je potrebno osigurati višu razinu zaštite.

Europski parlament uvažio je mišljenje ECB-a, te je 3. srpnja 2013., usvojio amandmane na tekst Prijedloga UCITS V Direktive.⁸⁶⁵ Usvojeni čl. 22. st. 7. UCITS V Direktive tako izrijekom propisuje da depozitar ni poddepozitar ne smiju koristiti zasebnu imovinu UCITS fonda koja se nalazi u skrbništvu depozitara (financijski instrumenti koji ispunjavaju uvjete za skrbništvo prema čl. 217. st. 1. t. 1. ZOIFJP-a) za vlastiti račun.⁸⁶⁶ Iznimno, depozitar i poddepozitar smiju koristiti zasebnu imovinu UCITS fonda uz ispunjenje četiri uvjeta. Prvi je da depozitar/poddepozitar ponovno koristi zasebnu imovinu UCITS fonda za račun UCITS

⁸⁶² Opinion of the European Central Bank, op. cit. u bilj. 569. ECB je predložio umetanje novog stavka u čl. 22. st. 5. predložene UCITS Direktive. Predloženi stavak glasi: „*5a. Financial instruments and other assets held in custody shall not be reused by way of encumbrance or transfer made on its own account by the depositary or any party to whom the custody function has been delegated, under penalty of invalidating the contractual provisions allowing for the reuse.*“

⁸⁶³ Problem, tzv. financijskih poluga i raširenost njihovih korištenja na tržištu kapitala smatra se jednim od glavnih razloga recentne financijske krize. Financijska poluga, jednostavno rečeno, označava korištenje duga umjesto kapitala u određenoj transakciji, što se popularno uspoređuje s upotrebom kreditnih kartica umjesto novca. O ulozi financijskih poluga za svjetsku ekonomiju vidi više: Denninger, K., *Leverage – How Cheap Money Will Destroy the World*, New Jersey, 2012.

⁸⁶⁴ Vidi čl. 14. st. 3. AIFM Direktive.

⁸⁶⁵ Amendments adopted by the European Parliament on 3 July 2013 on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions (COM(2012)0350 – C7-0178/2012 – 2012/0168(COD)),

<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&language=EN&reference=P7-TA-2013-309>, 24. 3. 2014. Predloženi čl. 22. st. 5.b glasi: „*5b. The financial instruments held in custody by the depositary shall not be reused by the depositary or by any third party to whom the custody function has been delegated for their own account. For the purposes of this Article, reuse means any use of financial instruments delivered in one transaction in order to collateralise another transaction including, but not limited to, transferring, pledging, selling and lending.*“

⁸⁶⁶ Pri tome se određuje da ponovno korištenje obuhvaća pored transakcije imovinom, i prenošenje (*transferring*), davanje u zalog (*pledging*), prodaju (*selling*) i davanje u zajam (*lending*) zasebne imovine UCITS fonda koja se nalazi u skrbništvu depozitara ili poddepozitara.

fonda.⁸⁶⁷ Drugi je da pri tome izvršava upute društva za upravljanje, a u ime UCITS fonda.⁸⁶⁸ Treći je da se zasebna imovina UCITS fonda ponovno koristi u interesu ulagatelja i UCITS fonda.⁸⁶⁹ Četvrti je da je transakcija osigurana likvidnim kolateralom visoke kvalitete koji prima UCITS fond u okviru prijenosa prava vlasništva nad zasebnom imovinom UCITS fonda na treće osobe.⁸⁷⁰

Analizom čl. 22. st. 7. UCITS V Direktive uočava se da se prikazane restrikcije depozitarima/poddepozitarima za ponovno korištenje zasebne imovine UCITS fonda ne odnose na cjelokupnu zasebnu imovinu UCITS fonda, već samo onu koju je depozitar dužan držati u skrbništvu. Dakle, restrikcija za ponovno korištenje imovine UCITS fonda ne obuhvaća kategoriju, tzv. ostale imovine UCITS fonda⁸⁷¹ u koju, između ostaloga, ulaze i novčana sredstva UCITS fonda.

Dakle, EU zakonodavac nije smatrao potrebnim zabraniti depozitaru ili poddepozitarima daljnje korištenje sredstava UCITS fonda kao i ostalu imovinu UCITS fonda, osim financijskih instrumenata UCITS fonda koje depozitar drži u skrbništvu. Ovakvo rješenje smatramo upitnim, s obzirom na to da financijski instrumenti koje je depozitar dužan držati u skrbništvu čine samo jedan dio portfelja UCITS fonda, te ne vidimo razloga zašto zabrana daljnjeg korištenja ne bi obuhvaćala cjelokupnu zasebnu imovinu UCITS fonda. Time bi se ulagateljima UCITS fonda pružila veća razina zaštite u odnosu na cjelokupnu zasebnu imovinu UCITS fonda i njenu izloženost korištenjima raznim tehnikama zaduživanja (financijskim polugama) koje dodatno povećavaju rizik insolventnosti depozitara ili poddepozitara i gubitak imovine UCITS fonda.

3.3.2. Kontrola nad izdavanjem i otkupom udjela UCITS fonda

Prema čl. 215.c ZOIFJP-a, depozitar je dužan za UCITS fond osigurati da se „*izdavanje, otkup i isplata udjela koji se provode od strane ili u ime UCITS fonda ili ih je obavilo društvo za upravljanje, obavljaju u skladu s ovim Zakonom, propisima donesenim na temelju ovoga Zakona, drugim važećim propisima i prospektom UCITS fonda*“.⁸⁷² U okviru UCITS zakonodavstva, ova je obveza depozitara uvedena još u UCITS I Direktivi iz 1985. godine, u čl. 7. st. 3.a.

⁸⁶⁷ Čl. 22. st. 7.a. UCITS V Direktive.

⁸⁶⁸ Čl. 22. st. 7.b. UCITS V Direktive.

⁸⁶⁹ Čl. 22. st. 7.c. UCITS V Direktive.

⁸⁷⁰ Čl. 22. st. 7.d. UCITS V Direktive.

⁸⁷¹ Što spada u ostalu imovinu UCITS fonda prethodno je rečeno u poglavlju 3.3.1.2.1.

⁸⁷² Ta je obveza bila usvojena i za depozitnu banku u čl. 53. st. 1. t. 1. ZIF-a 05.

Osiguravanje da se izdavanje i otkup udjela vrši u skladu sa zakonskim i drugim provedbenim propisima, kao i prospektom i pravilima UCITS fonda označava / pripada u kontrolne ovlasti depozitara nad obavljanjem poslova koje društvo za upravljanje obavlja za ulagatelje, odnosno za UCITS fond.⁸⁷³ Propust depozitara da obavlja poslove iz čl. 215. ZOIFJP-a teži je prekršaj depozitara.⁸⁷⁴

U okviru investicijskog posla, izdavanje i otkup udjela UCITS fonda obuhvaćen je administrativnim poslovima koje obavlja društva za upravljanje.⁸⁷⁵ Članak 165 st. 1. ZOIFJP-a definira otkup udjela kao „pravni posao kojim ulagatelj konačno i bezuvjetno otuđuje udjele UCITS fonda, a društvo za upravljanje ih otkupljuje te se udjeli isplaćuju iz imovine UCITS fonda.“ Ove poslove društvo za upravljanje može delegirati na treće osobe uz suglasnost HANFE,⁸⁷⁶ pri čemu ih može delegirati čak i depozitaru.⁸⁷⁷ No, društvo za upravljanje i dalje ostaje u potpunosti odgovorno za delegirane poslove, što znači da ostaje odgovorno i za izdavanje i otkup udjela UCITS fonda.⁸⁷⁸ Pri tomu, društvo za upravljanje odgovara ulagateljima temeljem pretpostavljene krivnje.⁸⁷⁹

S druge strane, obveza depozitara da osigurava da se izdavanje i otkup udjela UCITS fonda obavlja u skladu sa zakonskim i drugim provedbenim propisima, te prospektom i pravilima UCITS fonda se ne može delegirati trećim osobama.⁸⁸⁰ S obzirom na to da UCITS fondovi počivaju na *open-end* načelu, to će značiti da je društvo za upravljanje dužno, osim u iznimnim slučajevima, svakodobno izdavati i otkupljivati udjele, a depozitar ima stalnu obvezu osigurati da se taj proces obavlja sukladno zakonu i drugim provedbenim propisima, kao i prospektom UCITS fonda.

Ako društvo za upravljanje poslove otkupa i izdavanja udjela UCITS fonda delegira depozitaru, postavlja se pitanje kako će depozitar istodobno obavljati posao izdavanja i otkupa udjela UCITS fonda, a s druge strane nadzirati da se taj isti proces obavlja zakonito. Opće je

⁸⁷³ To je jasno potvrđeno i u Pravilniku o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda koji u čl. 18. nadalje razrađuje obveze depozitara vezano uz osiguravanje da se izdavanje i otkup udjela vrši u skladu sa zakonskim i drugim provedbenim propisima. Naime, čl. 18. navedenog Pravilnika nalazi se u dijelu pod nazivom „kontrolni poslovi“.

⁸⁷⁴ Čl. 380. st. 1. t. 7. ZOIFJP.

⁸⁷⁵ Čl. 13. st. 3. t. 6. ZOIFJP.

⁸⁷⁶ Čl. 64. st. 1. ZOIFJP.

⁸⁷⁷ Smislenim tumačenjem vidi čl. 64. st. 2. ZOIFJP-a koji predviđa da društvo za upravljanje može svoje administrativne poslove delegirati i na depozitara, osim obveze vrednovanja imovine i utvrđivanja cijene udjela.

⁸⁷⁸ Čl. 65. st. 1.j. ZOIFJP.

⁸⁷⁹ To jasno proizlazi iz čl. 99. st. 3. ZOIFJP-a koji predviđa da društvo za upravljanje odgovara ulagateljima prema kriteriju pretpostavljene krivnje.

⁸⁸⁰ Čl. 226. ZOIFJP-a predviđa da depozitar može delegirati samo poslove iz čl. 217. ZOIFJP-a, a koji uređuje isključivo obvezu depozitara da pohranjuje zasebnu imovinu UCITS fonda i način na koji je to obavezan provoditi. To znači da depozitar ne može delegirati poslove iz čl. 215. ZOIFJP-a koji nisu obuhvaćeni i čl. 217. ZOIFJP-a.

pravilo da je depozitar dužan obavljati poslove depozitara odvojeno od ostalih poslova koje je ovlašten obavljati kao kreditna institucija.⁸⁸¹ Postoji zahtjev organizacijske odvojenosti jedinice koja unutar kreditne institucije obavlja poslove depozitara od drugih organizacijskih jedinica unutar kreditne institucije. To znači da će depozitar, u slučaju da mu je društvo za upravljanje delegiralo posao izdavanja i otkupa udjela UCITS fonda, morati podignuti, tzv. kineski zid, te organizacijski izdvojiti jedinicu koja unutar kreditne institucije obavlja poslove depozitara, kako bi osigurao nadzor nad zakonitošću izdavanja i otkupa udjela UCITS fonda od svoje organizacijske jedinice koja obavlja posao izdavanja i otkupa udjela UCITS fonda.

Članak 18 Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda uređuje način obavljanja kontrole depozitara nad društvom za upravljanje kada ovo izdaje ili otkupljuje udjele UCITS fonda. Tako je depozitar dužan osigurati da društvo za upravljanje uspostavi i primjenjuje učinkovite postupke radi usklađivanja zaprimljenih zahtjeva za izdavanje udjela i zahtjeva za otkup udjela s brojem izdanih, odnosno otkupljenih udjela i s njima usklađenim uplatama, odnosno isplatama, u pravilu, novčanih sredstava.⁸⁸² Također, depozitar je dužan redovito provjeravati jesu li usklađeni podatci o ukupnom broju udjela UCITS fonda između njegovih vlastitih evidencija i registra udjela UCITS fonda.⁸⁸³

Posebnu dužnost ima depozitar u postupku obustave izdavanja i otkupa udjela, kao iznimke od pravila *open-end* načela UCITS fondova. Obustava otkupa i izdavanja udjela uvedena je kao mogućnost još u čl. 37 UCITS I Direktive.⁸⁸⁴

Implementirajući UCITS Direktivu, ZOIFJP je postavio osnovno pravilo da se otkup udjela može obustaviti ako društvo za upravljanje i depozitar smatraju da za to postoje

⁸⁸¹ Čl. 218. st. 1. ZOIFJP.

⁸⁸² Vidi čl. 18. st. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Depozitar je dužan redovito provjeravati primjenjuju li se uspostavljene procedure koje se odnose na izdavanje i otkup udjela učinkovito, te jesu li u skladu sa zakonskim i provedbenim propisima, prospektom i pravilima UCITS fonda (čl. 18. st. 3. Pravilnika). Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za društva za upravljanje UCITS fondovima propisao je način evidentiranja zahtjeva za otkup i izdavanje udjela. Tako čl. 13. st. 1. Pravilnika predviđa da je društvo za upravljanje dužno evidentirati primljene zahtjeve bez odgode, pri čemu je dužno evidentirati najmanje ove podatke: 1. naziv UCITS fonda, 2. ime/naziv osobe koja podnosi zahtjev te osobe u čije se ime zahtjev podnosi, 3. ime osobe koja je zaprimila zahtjev, odnosno oznaku ako je zahtjev zaprimljen elektroničkim putem, 4. datum i vrijeme zaprimanja zahtjeva, 5. uvjete i način plaćanja, 6. vrstu zahtjeva. Nakon što je društvo za upravljanje postupilo po primljenom zahtjevu, čl. 13. st. 3. Pravilnika propisuje da je dužno evidentirati ove podatke: 1. datum izvršenja zahtjeva, 2. broj otkupljenih ili izdanih udjela, 3. cijenu udjela UCITS fonda pri otkupu ili izdavanju udjela, 4. ukupnu vrijednost otkupljenih ili izdanih udjela, 5. ukupan iznos uplaćenih (uključujući ulaznu naknadu) ili isplaćenih sredstava (po odbitku izlazne naknade), kao i iznose naplaćenih ulaznih ili izlaznih naknada.

⁸⁸³ Vidi čl. 18. st. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Da bi to mogao, depozitaru se mora omogućiti uvid u registar udjela UCITS fonda (čl. 18. st. 4. Pravilnika).

⁸⁸⁴ Njime su usvojena dva načela: otkup/izdavanje udjela može se obustaviti samo ako je to u interesu ulagatelja i činjenicu obustave mora se bez odgode priopćiti nadležnim tijelima svih država članica EU-a u kojima se nude udjeli UCITS fonda. Čl. 84. UCITS IV Direktive sadrži identičnu odredbu.

dostatni razlozi u interesu imatelja ili potencijalnih imatelja UCITS fonda.⁸⁸⁵ Ako se obustavlja otkup udjela, zbog istih se razloga mora istovremeno obustaviti i izdavanje udjela.⁸⁸⁶ Iznimno, i HANFA je ovlaštena naložiti društvu za upravljanje i depozitaru da obustave otkup udjela.⁸⁸⁷ Pri tomu ZOIFJP ne navodi primjerično o kojim bi se to razlozima za obustavu izdavanja i otkupa udjela UCITS fonda moglo raditi,⁸⁸⁸ što znači da odluku donosi ovisno o konkretnom slučaju vodeći se interesima ulagatelja.

ZOIFJP predviđa i situaciju kada depozitar nije suglasan s odlukom društva za upravljanje o obustavi otkupa i izdavanja udjela. U tom slučaju obustava neće proizvoditi nikakve pravne učinke, a depozitar je bez odgode dužan obavijestiti HANFU o svom neslaganju.⁸⁸⁹

Također, društvo za upravljanje dužno je obustavu izdavanja i otkupa udjela bez odgode prijaviti HANFI, nadležnim tijelima države sjedišta UCITS fonda te nadležnim tijelima svih država u kojima se trguje udjelima UCITS fonda. U slučaju da to društvo za upravljanje ne učini, depozitar je dužan ispuniti tu obvezu umjesto njega.⁸⁹⁰

U sklopu propisa koji uređuju ovaj institut, izdvaja se obveza depozitara iz čl. 82. st. 3. ZOIFJP-a prema kojoj je depozitar dužan obustaviti izdavanje i otkup udjela UCITS fonda od trenutka kada su nastupili razlozi za prisilni prijenos poslova upravljanja UCITS fonda na drugo društvo za upravljanje. Ako to depozitar propusti napraviti, odgovara građanskopravno temeljem subjektivne odgovornosti ulagateljima UCITS fonda za povredu obveza koje depozitar ima temeljem ZOIFJP-a i ugovorom o obavljanju poslova depozitara, ali i prekršajno, gdje je propust postupanja prema čl. 82. st. 3. ZOIFJP-a svrstan u teže prekršaje depozitara.⁸⁹¹

3.3.3. Kontrola da se zasebna imovina UCITS fonda ulaže u skladu s odredbama ZOIFJP-a, provedbenim propisima te prospektom i pravilima UCITS fonda

⁸⁸⁵ Čl. 168. st. 1. ZOIFJP. Obustava otkupa/izdavanja udjela mora prestati čim je prije moguće, odnosno odmah nakon što prestanu razlozi za obustavu, pri čemu je ZOIFJP postavio objektivni rok od 28 dana od početka obustave (čl. 169. st. 1. ZOIFJP). Ovaj se rok može iznimno produžiti ako se s time složi HANFA, iako ZOIFJP-om nije određeno koliko najviše može trajati tako produženi rok (čl. 169. st. 1. ZOIFJP).

⁸⁸⁶ Čl. 168. st. 1. ZOIFJP.

⁸⁸⁷ Pod uvjetom da postoje osnovani i dostatni razlozi za obustavu izdavanja i otkupa udjela u interesu imatelja ili potencijalnih imatelja udjela. Vidi čl. 168. st. 6. ZOIFJP-a. Također, HANFA je ovlaštena naložiti, suprotno od obustave, i da se počnu izdavati i otkupljivati udjeli UCITS fonda, pod uvjetom da je to u javnom interesu ili u interesu ulagatelja UCITS fonda. Vidi čl. 168. st. 5. ZOIFJP-a.

⁸⁸⁸ Isto ne predviđa niti Pravilnik o udjelima UCITS fonda kojime su uređena neka pitanja vezana uz obustavu otkupa i izdavanja udjela. Međutim, društvo za upravljanje dužno je obrazložiti razloge nastanka obustave izdavanja i otkupa udjela HANFI i ulagateljima, dovoljno jasno da je razumljivo „prosječnom ulagatelju“ (čl. 6. Pravilnika o udjelima UCITS fonda).

⁸⁸⁹ Čl. 168. st. 2. ZOIFJP.

⁸⁹⁰ Čl. 168. st. 3. ZOIFJP.

⁸⁹¹ Čl. 380. st. 1. t. 2. ZOIFJP.

ZOIFJP propisuje da je depozitar dužan nadzirati ulaže li društvo za upravljanje zasebnu imovinu UCITS fonda u skladu s odredbama zakona, provedbenim propisima i prospektom UCITS fonda.⁸⁹² UCITS zakonodavstvo ne sadrži takvu općenitu odredbu. Navedena obveza depozitara pripada u kontrolne ovlasti depozitara.

Njeno značenje valja tumačiti zajedno s čl. 215.g ZOIFJP-a, koji ima uporište u čl. 7. st. 3.c UCITS I Direktive, a prema kojemu je depozitar dužan izvršavati naloge društva za upravljanje u vezi s transakcijama financijskim instrumentima i drugom imovinom UCITS fonda, pod uvjetom da nisu u suprotnosti s odredbama ZOIFJP-a, propisima HANFE, te prospektom i pravilima UCITS fonda, o čemu će više biti rečeno u poglavlju 3.3.5.

Radi provođenja ovog načela smatramo da *de lege ferenda* valja razmisliti i o unošenju obveze ishodenja suglasnosti depozitara za poduzimanje pojedinih pravnih poslova društva za upravljanje. Na taj način bi se ulagateljima pružila dodatna zaštita glede integriteta zasebne imovine UCITS fonda.⁸⁹³ Ovakva rješenja smatramo da bi posebice bila poželjna u slučajevima kada se društvo za upravljanje zadužuje za račun zasebne imovine UCITS fonda, pri čemu bi takva suglasnost spriječila preveliki apetit za rizikom fond menadžera.

Ključno pitanje vezano uz ovu obvezu depozitara jest stupanj nadzornih ovlasti koje pripadaju depozitaru. Valja razlučiti obvezuje li ZOIFJP depozitara da nadzire upravlja li društvo za upravljanje zasebnom imovinom u interesu ulagatelja (u smislu usklađenosti investicijske politike društva za upravljanje s interesima ulagatelja) ili depozitar samo nadzire poštuje li društvo za upravljanje ograničenja ulaganja i ulaže li u dopustive kategorije imovine naznačenih u zakonskim propisima i dokumentima fonda. Smatramo da valja usvojiti potonje tumačenje.⁸⁹⁴ U protivnom, depozitar bi mogao izravno utjecati na investicijsku politiku društva za upravljanje čime bi se porementila ravnoteža unutar investicijskog trokuta.

⁸⁹² Čl. 215.d. ZOIFJP.

⁸⁹³ Pri tomu primjer može biti njemački zakonodavac koji je u § 75. KAGB-a predvidio poslove za koje depozitar mora dati svoju suglasnost, jer u protivnome neće imati pravne učinke prema ulagateljima UCITS fonda. Prema § 75. st. 1. t. 1. KAGB-a radi se o uzimanju kratkoročnih kredita za račun zasebne imovine UCITS fonda. Pravo uzimanja kratkoročnih kredita (*kurzfristige Kredite*) za račun zasebne imovine fonda regulirani su § 199. KAGB-a. Prema navedenom članku uvjeti da društvo za upravljanje može poduzeti rečenu transakciju su da kratkoročni kredit ne prelazi 10 % ukupne vrijednosti imovine fonda, da je kredit uzet pod uobičajenim tržišnim uvjetima, te da je uzimanje kratkoročnih kredita predviđeno u pravilima UCITS fonda. Drugi slučaj kada se traži suglasnost depozitara ulaganje je imovine fonda u depozite (*Bankguthaben*) u drugim kreditnim institucijama, kao i za poslove upravljanja takvim depozitima (§75. st. 1. t. 2. KAGB). Depozitar je obavezan dati svoju suglasnost ukoliko su poslovi u skladu sa zakonskim propisima i pravilima UCITS fonda (§ 75. st. 2. KAGB). Isti članak propisuje da poduzimanje ovih pravnih poslova bez suglasnosti depozitara neće imati pravnih učinaka prema ulagateljima UCITS fonda.

⁸⁹⁴ U njemačkome se pravu u raspravi o ovome pitanju koriste pojmovi: „*Zweckmäßigkeitsskontrolle*“ koji se odnosi na obvezu depozitara da nadzire je li investicijska politika društva za upravljanje u interesu ulagatelja, i „*Rechtmäßigkeitsskontrolle*“ koji označava obvezu depozitara da nadzire samo da društvo za upravljanje u upravljanju imovinom fonda poštuje ograničenja ulaganja. U njemačkoj pravnoj doktrini zalaže se za stajalište

Dopuštena ulaganja UCITS fonda kao i postavljena ograničenja ulaganja jasno su propisana ZOIFJP-om.⁸⁹⁵ U okviru investicijskog posla, društvo za upravljanje subjekt je koji prema čl. 250. st. 5. ZOIFJP-a odgovara ulagateljima u slučaju prekoračenja ograničenja ulaganja UCITS fonda. Društvo za upravljanje odgovara ulagateljima na temelju pretpostavljene krivnje,⁸⁹⁶ a također je prekršajno odgovoran temeljem čl. 374. st. 1. t. 42. ZOIFJP-a, gdje se ova povreda smatra težim prekršajem. Pravilnikom o postupku naknade štete ulagateljima UCITS i/ili UCITS fondu,⁸⁹⁷ zakonodavac je uredio postupak naknade štete ako društvo za upravljanje povrijedi ograničenja ulaganja UCITS fonda.

ZOIFJP je u pogledu dopuštenih ulaganja i ograničenja ulaganja UCITS fondova u potpunosti usklađen s UCITS IV Direktivom. Valja napomenuti da su se upravo te odredbe mijenjale kroz razvoj UCITS zakonodavstva, pa je tako najveći pomak ostvaren UCITS III Direktivom o proizvodu koja je imala za cilj proširiti krug kategorija imovine u koje su mogli ulagati UCITS fondovi. Njome se dopustilo UCITS fondovima da pored prenosivih vrijednosnih papira uvrštenih na tržište, a koji su dovoljno likvidni, ulažu u druge financijske instrumente, primjerice u instrumente tržišta novca – depozite kod kreditnih institucija, udjele UCITS fondova ili drugih otvorenih investicijskih fondova, izvedene financijske instrumente i drugo. Time je tehnika ulaganja UCITS fondova postala sofisticiranija, a ulogu depozitara da nadzire zakonitost ulaganja učinila još važnijom.

da depozitar ima samo obvezu kontrole da društvo za upravljanje ne povrijedi ograničenja ulaganja koja su nametnuta zakonom ili prospektom fonda, tj. smatraju da je depozitar dužan provoditi, tzv. *Rechtmäßigkeitskontrolle*. Vidi o tomu u: Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2474; Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 62; Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 12.c KAGG Rbr. 7.

⁸⁹⁵ Čl. 249. i čl. 250. ZOIFJP-a.

⁸⁹⁶ To jasno proizlazi iz čl. 99. st. 3. ZOIFJP-a koji predviđa da društvo za upravljanje odgovara ulagateljima prema kriteriju pretpostavljene krivnje, a s obzirom na to da zakonom nije postavljena objektivna odgovornost, odgovara temeljem subjektivne odgovornosti.

⁸⁹⁷ NN 100/13. Da bi se Pravilnik primjenjivao, kumulativno se moraju ispuniti dva uvjeta (čl. 10. st. 2. Pravilnika): kršenje ograničenja ulaganja iznosi više od 10 % od ukupno dopuštenog ulaganja prema čl. 250. st. 1. ZOIFJP-a i da od nastupa kršenja ograničenja ulaganja nije proteklo više od jedne godine, osim ako revizor u okviru revizije financijski izvještaja u tekućoj godini za prethodnu godinu utvrdi povredu ograničenja ulaganja. Postupak naknade štete prema čl. 10. st. 3. Pravilnika sastoji se od izrade plana naknade štete, obavijesti imateljima udjela o naknadi prouzročene štete i namire iste isplatom visine naknade oštećenim imateljima udjela i/ili UCITS fondu. Pravilnik u čl. 13. st. 3. jasno određuje da je društvo za upravljanje dužno naknaditi samo stvarnu štetu, a ne i izmaklu dobit. Točnije, navedeni članak određuje da je društvo za upravljanje dužno "... UCITS fondu nadoknaditi takav gubitak uplatom iznosa koji odgovara razlici između kupovne i prodajne cijene imovine koja je dovela do povrede ograničenja ulaganja. Društvo za upravljanje u ovom slučaju nadoknađuje UCITS fondu i transakcijske troškove nastale tijekom kupnje i prodaje imovine koja je dovela do povrede ograničenja ulaganja." Pri tomu u krug oštećenika ulaze i ulagatelji koji su stekli ili otkupili udjele u razdoblju od nastanka povrede ograničenja ulaganja do usklađenja ulaganja (čl. 10. st. 4. Pravilnika). Pravilnik je propisao i minimalnu štetu koja mora nastati ulagateljima da bi se na njih primjenjivao postupak naknade štete prema Pravilniku, a to je minimalna štete od 10 kuna (čl. 10. st. 6. Pravilnika).

3.3.4. Kontrola nad izračunom neto vrijednosti UCITS fondova i cijena njihovih udjela

Obveza depozitara da osigurava i potvrđuje da je izračun neto vrijednosti imovine UCITS fondova i cijena njegovih udjela u skladu sa zakonom i prospektom UCITS fonda, uvedena je čl. 7. st. 3.b UCITS I Direktive,⁸⁹⁸ a što je i provedeno u čl. 215.e ZOIFJP-a. Tako čl. 215.e ZOIFJP-a predviđa da depozitar „*potvrđuje da je izračun neto vrijednosti imovine UCITS fondova te cijena udjela u UCITS fondu obavljen u skladu s usvojenim računovodstvenim politikama, odnosno metodologijama vrednovanja, ovim Zakonom, propisima donesenim na temelju ovoga Zakona, važećim propisima te prospektom UCITS fonda*“. Pri tomu je depozitar dužan kontinuirano provjeravati primjerenost i učinkovitost usvojenih procedura društva za upravljanje za izračun neto vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda u skladu s usvojenim računovodstvenim metodologijama.⁸⁹⁹

Ova obveza depozitara nedvojbeno spada u kontrolne ovlasti depozitara nad pojedinim poslovima društva za upravljanje,⁹⁰⁰ a za čiju povredu odgovara temeljem pretpostavljene krivnje.

ZOIFJP u čl. 160. st. 3. predviđa istu obvezu depozitara kao i u gore navedenom čl. 215.e ZOIFJP-a. Međutim, valja razjasniti nomotehničku razliku između čl. 215.e ZOIFJP-a i čl. 160. st. 3. ZOIFJP-a. Dok čl. 215.e ZOIFJP-a predviđa da depozitar „potvrđuje“, čl. 160. st. 3. ZOIFJP-a predviđa da depozitar „osigurava“ da društvo za upravljanje izračunava neto vrijednost imovine UCITS fonda i cijenu udjela UCITS fonda prema usvojenim računovodstvenim politikama, odnosno metodologijama vrednovanja, a koje su u skladu s važećim propisima i prospektom UCITS fonda.⁹⁰¹ Upotreba različitih termina može dovesti do različitih tumačenja u pogledu kvalitete i opsega nadzora depozitara nad ovim poslovima, a posljedično može dovesti i do različitog tumačenja o opsegu odgovornosti depozitara pri

⁸⁹⁸ Valja napomenuti da se u studiji koju je CESR proveo 2009. godine, prije no što je podnesen Prijedlog UCITS V Direktive, dio ispitanika izjasnilo da valja ujednačiti način implementacije čl. 7. st. 3.b UCITS I Direktive u državama članicama, jer se je razlikovala razina kontrole koju je depozitar dužan primjenjivati među nacionalnim zakonodavstvima. Općenito, nije ujednačeno kako treba tumačiti „*shall ensure*“, kao terminologiju koju EU zakonodavac koristi pri određivanju kontrolnih ovlasti i obveza depozitara nad pojedinim poslovima društva za upravljanje. Vidi Summary of responses to UCITS depositaries consultation paper, op. cit. u bilj. 574., str. 12. U Prijedlog UCITS V Direktive, međutim, ipak nije ušlo ujednačavanje standarda kontrole depozitara pri izračunu neto vrijednosti UCITS fonda i cijene udjela UCITS fonda.

⁸⁹⁹ Vidi čl. 19. st. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁹⁰⁰ Za usporedbu, i njemački je zakonodavac u § 76. st. 1. t. 1. KAGB-a usvojio, implementirajući čl. 7. st. 3.b UCITS I Direktive da je depozitar dužan osigurati da je izračun cijene udjela UCITS fonda u skladu sa zakonskim propisima i pravilima UCITS fonda. § 76. nosi naziv „*Kontrollfunktion*“ čime je jasno ova obveza depozitara stavljena u kontrolne ovlasti depozitara nad pojedinim poslovima društva za upravljanje.

⁹⁰¹ O značenju obveze osiguranja kao slabijem obliku nadzora u odnosu na obvezu depozitara da kontrolira ili potvrđuje vidi u Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 294 i dalje.

izračunu neto vrijednosti imovine i udjela UCITS fonda, što smatramo da *de lege ferenda* valja otkloniti.

Prema čl. 160. st. 1. ZOIFJP-a, društvo za upravljanje subjekt je u okviru investicijskog trokuta koji izračunava neto vrijednost imovine UCITS fonda i cijenu udjela, i to prema usvojenim računovodstvenim politikama, odnosno metodologijama vrednovanja, a koje su u skladu s važećim propisima i prospektom UCITS fonda.⁹⁰² Iako je ovaj posao prema čl. 13. st. 3. t. 3. ZOIFJP-a svrstan pod administrativne poslove društva za upravljanje, koji se inače mogu delegirati i na depozitara, ZOIFJP je izričito zabranio društvu za upravljanje mogućnost delegacije ovog posla na depozitara.⁹⁰³ Unatoč tomu što su komparativno usvojena drukčija rješenja,⁹⁰⁴ smatramo da je hrvatski zakonodavac ovim rješenjem nastojao osigurati odvojenost poslova izračuna i kontrole nad izračunom neto vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda. Ipak, s druge strane, time su se otvorila vrata umanjenju odgovornosti depozitara u slučaju pogrešnog izračuna, jer prema čl. 160. st. 4. ZOIFJP-a depozitar odgovara samo za kontrolu izračuna, a ne više i za sam izračun.⁹⁰⁵

Prema čl. 215.f ZOIFJP-a, depozitar je dužan izvještavati društvo za upravljanje i HANFU o provedenom postupku utvrđivanja neto vrijednosti imovine i udjela UCITS fonda, u okviru čega zakonodavac izdvaja obavijest o stanju na transakcijskim računima za poslovne namjene na kojima se vode novčana sredstva UCITS fonda. Smatramo da navedenu obvezu depozitara valja tumačiti kao obavijest o obavljenoj kontroli nad izračunom neto vrijednosti imovine UCITS fonda.

Način provođenja kontrole nad izračunom neto vrijednosti imovine i udjela UCITS fonda dodatno je uređen Pravilnikom o utvrđivanju neto vrijednosti UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu. Njime je propisano da je depozitar dužan na svaki dan izračuna cijene udjela UCITS fonda za dan vrednovanja izvijestiti društvo za upravljanje i HANFU (najkasnije do 15:00 sati istog dana) o provedenom postupku kontrole izračuna neto vrijednosti imovine

⁹⁰² Pri tomu je društvo za upravljanje za svaki UCITS fond kojim upravlja dužno usvojiti računovodstvene politike, odnosno metodologije vrednovanja pri osnivanju UCITS fonda, te ih je bez odgode dužno dostaviti depozitaru UCITS fonda (čl. 160. st. 2. ZOIFJP). Također, društvo za upravljanje dužno je poštovati odredbe o procjeni vrijednosti pojedinih kategorija zasebne imovine UCITS fonda kako je propisano u Pravilniku o utvrđivanju neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu. Način utvrđivanja cijene udjela propisan je u čl. 164. st. 3. ZOIFJP-a i nadalje razrađen u čl. 3. navedenoga Pravilnika.

⁹⁰³ Čl. 64. st. 2. ZOIFJP.

⁹⁰⁴ Austrijski zakonodavac je, međutim, usvojio suprotno rješenje. Prema § 57. st. 1. InvFG-a, izračun neto vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda vrši društvo za upravljanje, ali taj posao može delegirati i na depozitara. Također, njemački je zakonodavac prema § 212. KAGB-a dopustio da neto vrijednost imovine i cijene udjela UCITS fonda izračunava depozitar u suradnji s društvom za upravljanje ili izračun obavlja samo društvo za upravljanje UCITS fondom. U svakom slučaju, depozitar je prema § 76. st. 1. t. 1. KAGB-a dužan vršiti kontrolu nad izračunom vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda.

⁹⁰⁵ Čl. 160. st. 4. ZOIFJP. O odgovornosti depozitara za kontrolu izračuna neto vrijednosti imovine i udjela UCITS fonda bit će više rečeno u poglavlju 4.2.1.4.

UCITS fonda i udjela UCITS fonda.⁹⁰⁶ ZOIFJP je propisao da je depozitar dužan potpisati dokument o kontroli, nakon čega zadržava jedan primjerak za svoju evidenciju.⁹⁰⁷

Ovakvim rješenjem ujedno je i dan odgovor na pitanje koliko je često depozitar dužan kontrolirati izračunom neto vrijednosti imovine i udjela UCITS fonda - na svaki dan izračuna cijene udjela UCITS fonda. Izračun neto vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda obavlja se svaki dan, i to retroaktivno, tako da se vrijednost neto imovine i cijene udjela UCITS fonda izračunava za svaki dan idućeg radnog dana.⁹⁰⁸

Na to se nadovezuje i rješenje iz čl. 160. st. 7. ZOIFJP-a koje predviđa da je društvo za upravljanje dužno obavijestiti HANFU i javnost „u slučaju da izračun i kontrola neto vrijednosti imovine UCITS fonda traju dulje od 2 radna dana“, uz što je dužno naznačiti i razloge zbog kojih nije moguće odrediti vrijednost neto imovine i cijenu udjela UCITS fonda.

Ako depozitar provevši kontrolu nad izračunom, utvrdi da je društvo za upravljanje netočno ili nepravilno utvrdilo neto vrijednost imovine i udjela UCITS fonda, dužan je o pronađenim nepravilnostima obavijestiti društvo za upravljanje⁹⁰⁹ i HANFU.⁹¹⁰ Pri tomu je depozitar dužan dati obavijest društvo za upravljanje pisanim putem, i to bez odgode. Za tumačenje značenja „bez odgode“ značajan je čl. 3. st. 1. t. 30. ZOIFJP-a prema kojemu „bez odgode i/ili odmah“ znači da se neka radnja ili posao moraju poduzeti najkasnije sljedećeg radnog dana. Dakle, depozitar je dužan obavijestiti društvo za upravljanje o pronađenim nepravilnostima najkasnije do sljedećeg radnog dana.

Članak 16. st. 4. Pravilnika o utvrđivanju neto vrijednosti UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu predviđa da su, ako se utvrdi nepravilnost pri izračunu neto vrijednosti i udjela UCITS fonda, društvo za upravljanje i depozitar dužni na zahtjev HANFE ispraviti spomenuti izračun. Uz to su se dužni očitovati HANFI o razlozima i posljedicama odstupanja od načela izračuna neto vrijednosti imovine i udjela UCITS fonda, te podnijeti izvještaj o novom izračunu. Međutim, ZOIFJP nije predvidio rokove u kojima bi društvo za upravljanje trebalo ispraviti utvrđene nepravilnosti. Nije jasno što bi depozitar trebao poduzeti ako utvrdi da

⁹⁰⁶ Čl. 16. st. 1. i čl. 16. st. 2. Pravilnika o utvrđivanju neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu. Navedeni izvještaj depozitar podnosi HANFI u elektroničkom obliku (čl. 16. st. 3. Pravilnika).

⁹⁰⁷ Čl. 160. st. 5. ZOIFJP.

⁹⁰⁸ Vidi čl. 3. st. 2. Pravilnika o utvrđivanju neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu. Od toga valja razlikovati obvezu objave utvrđene cijene udjela, gdje zakonodavac dopušta da je zahtjev objave zadovoljen i ako se utvrđena cijena udjela UCITS fonda objavljuje najmanje dva puta mjesečno (čl. 173. st. 1. ZOIFJP).

⁹⁰⁹ Čl. 160. st. 6. ZOIFJP. Propust davanja ovakve obavijesti spada u teže prekršaje depozitara temeljem čl. 380. st. 1. t. 6. ZOIFJP-a.

⁹¹⁰ Obveza depozitara da o utvrđenim nepravilnostima pri izračunu neto vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda obavijesti i HANFU, a ne samo društvo za upravljanje, uvedena je čl. 19. st. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Time se ispravio propust zakonodavca da to predvidi u čl. 160. st. 6. ZOIFJP-a.

društvo za upravljanje ni u danom roku nije ispravilo nepravilnosti u izračunu neto vrijednosti imovine i udjela UCITS fonda. *De lege ferenda*, smatramo da bi HANFA trebala izrijekom urediti rokove u kojima je društvo za upravljanje dužno ispraviti nepravilan izračun neto vrijednosti imovine i cijenu udjela UCITS fonda, kao i postupanje depozitara u slučaju da društvo za upravljanje i dalje ne izvrši ispravak izračuna.

Društvo za upravljanje odgovara ulagateljima za štetu nastalu kao posljedica povrede zakonskih i provedbenih propisa kojima se uređuje način izračuna neto vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda po subjektivnoj odgovornosti temeljem pretpostavljene krivnje.⁹¹¹ Također, društvo za upravljanje odgovara i temeljem prekršajne odgovornost za povrede čl. 159., 160. st. 1. i 160. st. 2. ZOIFJP-a koje se odnose na obvezu društva za upravljanje da izračunava neto vrijednosti imovine i cijenu udjela UCITS fonda, pri čemu se te povrede smatraju težim prekršajima društva za upravljanje.⁹¹² Poseban postupak naknade štete društva za upravljanje za pogrešan izračun predviđen je u Pravilniku o postupku naknade štete ulagateljima UCITS fonda i/ili UCITS fonda, ali samo ako se radi o „bitnoj pogrešci“.⁹¹³

3.3.5. Obveza depozitara da izvršava naloge društva za upravljanje u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda

Već je u čl. 7. st. 3.c UCITS I Direktive predviđeno da je depozitar dužan provoditi naloge društva za upravljanje, osim ako su dani nalozi u suprotnosti sa zakonom ili pravilima UCITS fonda, a što je provedeno i u čl. 215.g ZOIFJP-a. U našem zakonodavstvu, čl. 215.g ZOIFJP-a predviđa da depozitar „izvršava naloge društva za upravljanje u vezi s transakcijama financijskim instrumentima i drugom imovinom koja čini portfelj UCITS fonda, pod uvjetom

⁹¹¹ To jasno proizlazi iz čl. 99. st. 3. ZOIFJP-a koji predviđa da društvo za upravljanje odgovara ulagateljima prema kriteriju pretpostavljene krivnje, a s obzirom na to da zakonom nije postavljena objektivna odgovornost, odgovara temeljem subjektivne odgovornosti.

⁹¹² Čl. 374. st. 1. t. 26. ZOIFJP.

⁹¹³ Vidi čl. 3. st. 1. navedenoga Pravilnika. Prema čl. 2. st. 2. Pravilnika, smatra se da pogrešan izračun cijene udjela UCITS fonda postoji kada se prvotno izračunata cijena udjela UCITS fonda razlikuje od točno utvrđene cijene UCITS fonda koja je naknadno utvrđena za isti dan. Što se tiče „bitne pogreške“ izračuna cijene udjela UCITS fonda u kojem je slučaju predviđeno da će se Pravilnik primjenjivati, čl. 3. st. 1. Pravilnika predviđa da moraju kumulativno biti ispunjena dva uvjeta: da razlika između prvotno i naknadno izračunate cijene udjela UCITS fonda prelazi 1% (iznimno prema čl. 3. st. 2. Pravilnika može se raditi i o razlici od 0,5 % kod novčanih UCITS fondova) i da od nastupa navedene pogreške nije proteklo više od jedne godine, osim ako revizor u okviru revizije financijskih izvještaja u tekućoj godini za prethodnu godinu utvrdi pogrešan izračun cijene udjela. Postupak naknade štete sastoji se od: izrade plana naknade štete, obavijesti imateljima udjela o naknadi prouzročene štete i naknade štete oštećenim imateljima udjela u UCITS fondu i/ili UCITS fondu (čl. 3. st. 3. Pravilnika). Pri tomu može doći do, tzv. izračuna *više cijene udjela* (kada je prvotno izračunata cijena udjela UCITS fonda viša od naknadno točno izračunate cijene udjela UCITS fonda za isti dan) prema čl. 4. Pravilnika, i do, tzv. izračuna *niže cijene udjela UCITS fonda* (kada je prvotno izračunata cijena udjela UCITS fonda manja od naknadno točno izračunate cijene udjela UCITS fonda za isti dan) prema čl. 5. Pravilnika.

da nisu u suprotnosti s ovim Zakonom, propisima Agencije, prospektom i pravilima UCITS fonda“. U čl. 219. st. 2. ZOIFJP-a, zakonodavac još više naglašava da je depozitar dužan provoditi naloge društva za upravljanje „...isključivo ako su u skladu“ s odredbama ZOIFJP-a i prospekta UCITS fonda. Za povredu ove obveze, depozitar odgovara ulagateljima temeljem pretpostavljene krivnje, a uz to, povreda ove obveze teži je prekršaj depozitara.⁹¹⁴

Radi se o najznačajnijoj kontrolnoj obvezi depozitara u odnosu na društvo za upravljanje. Njome se konkretizira obveza depozitara da kontrolira zakonitost ulaganja zasebne imovine UCITS fonda. Zbog toga je važno utvrditi obavlja li depozitar *ex ante* ili *ex post* kontrolu nad time jesu li nalozi društva za upravljanje u skladu sa zakonskim propisima te prospektom i pravilima fonda.

Povezano s time, postavlja se pitanje može li depozitar odbiti provođenje naloga društva za upravljanje koji je u suprotnosti sa zakonskim propisima te prospektom i pravilima fonda. Smatramo da se na to pitanje može odgovoriti potvrdno samo ako provodi *ex ante* kontrolu koja mu omogućuje da uoči da je dani nalog u suprotnosti sa zakonskim propisima, te prospektom i pravilima fonda, a prije no što je nalog proveden.

U okviru UCITS zakonodavstva nije dan izričiti odgovor na ovo pitanje. Također, izričiti odgovor nije dao ni hrvatski zakonodavac. Pravilnik o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda je u čl. 20. predvidio da je depozitar dužan, u obavljanju kontrole nad naložima društva za upravljanje, uspostaviti i primjenjivati postupke za provjeru usklađenosti poslovanja društva za upravljanje sa zakonskim propisima, te prospektom i pravilima fonda, posebice s odredbama o ograničenjima ulaganja UCITS fonda. Time nije dan odgovor vrši li depozitar navedenu kontrolu *ex ante* ili *ex post*, odnosno može li i je li dužan odbiti izvršenje naloga društva za upravljanje koji nisu u skladu sa zakonskim propisima te prospektom i pravilima fonda.

S obzirom na veliki utjecaj AIFM Direktive na promjene UCITS zakonodavstva u procesu donošenja UCITS V Direktive,⁹¹⁵ kao i utjecaja AIFM Direktive i njenih provedbenih propisa, posebice Uredbe 231/2013 na hrvatskoga zakonodavca,⁹¹⁶ analizirat će se je li EU zakonodavac odgovorio na postavljena pitanja u okviru režima AIF-ova.

U čl. 21. st. 9.c AIFM Direktive depozitaru je dana ista obveza kao i u čl. 7. st. 3.c UCITS I Direktive, a to je da provodi naloge društva za upravljanje, osim ako su dani nalozi u suprotnosti s primjenjivim nacionalnim pravom ili pravilima AIF-a. AIFM Direktiva nije

⁹¹⁴ Vidi čl. 380. st. 1. t. 7. ZOIFJP-a.

⁹¹⁵ Tako i Klebeck, U., u Zetzsche, D., op. cit. u bilj. 33., str. 83.

⁹¹⁶ O tomu je više rečeno u poglavlju 4.1.

dalje razrađivala ovu obvezu depozitara, no to je učinjeno provedbenom uredbom 231/2013. U čl. 92. st. 2. Uredbe 231/2013 postavljeno je pravilo za sve nadzorne ovlasti koje depozitar obavlja u čl. 21. st. 9. AIFM Direktive, a što uključuje i obvezu iz čl. 21. st. 9.c AIFM Direktive. Izrijekom je propisano da depozitar obavlja svoje nadzorne ovlasti temeljem *ex post* kontrole.

O tome kako bi depozitar trebao postupati temeljem *ex post* kontrole dan je primjer u preambuli br. 109 Uredbe 231/2013. Tako je propisano da je depozitar dužan pratiti transakcije imovinom alternativnog investicijskog fonda, te ako ustanovi da je došlo do povrede ograničenja ulaganja prema primjenjivim zakonskim propisima ili pravilima fonda, da bi trebao „na primjer, dobiti od UAIF-a uputu da stornira transakciju koja je dovela do kršenja, na vlastiti trošak UAIF-a.“.

Valja naglasiti da Uredba 231/2013 nije isključila mogućnost da depozitar provodi *ex ante* kontrolu nad pojedinim poslovima društva za upravljanje. Tako depozitar može provoditi i *ex ante* kontrolu o tome jesu li nalozi društva za upravljanje u skladu sa zakonskim propisima ili pravilima fonda, kada to smatra primjerenim i u dogovoru s društvom za upravljanje AIF-a.⁹¹⁷

Kao što je rečeno, EU zakonodavac još nije zauzeo stav za depozitare UCITS fondova, a isto je propušteno učiniti i na nacionalnoj razini. To znači da su depozitari slobodni sami odrediti hoće li primjenjivati *ex ante* ili *ex post* kontrolu nad time jesu li nalozi društva za upravljanje u skladu sa zakonskim propisima te prospektom i pravilima UCITS fonda.

Unatoč tome što je EU zakonodavac odredio *ex post* kontrolu depozitara nad naložima društva za upravljanje vezano uz imovinu AIF-ova, smatramo da depozitari UCITS fondova ne trebaju nužno zauzimati analogni stav i za UCITS fondove. S obzirom na to da su UCITS fondovi primarno namijenjeni malim ulagateljima, opravdano se otvara prostor razmišljanju i da bi stupanj kontrole koju depozitar ima nad pojedinim poslovima društva za upravljanje trebao biti učinkovitiji. Teoretski je moguće ostvariti iste učinke *ex ante* i *ex post* kontrolom nad time jesu li nalozi društva za upravljanje u skladu sa zakonskim propisima te prospektom i pravilima fonda. No ako se zauzme stav u prilog *ex post* kontrole, postavlja se pitanje ima li depozitar na raspolaganju dovoljno učinkovite mehanizme da naloži društvu za upravljanje da „stornira“ transakciju kojom su povrijeđena ograničenja ulaganja, te što može učiniti ako društvo za upravljanje, unatoč nalogu depozitara, ne stornira transakciju.

Analizom odredbi ZOIFJP-a, ne nalazimo zakonodavno uporište na temelju kojega bi mogli argumentirati da je depozitar ovlašten dati nalog društvu za upravljanje na određeno

⁹¹⁷ Vidi Preambulu br. 109. Uredbe 231/2013.

postupanje, čiji bi primjer bilo „storniranje“ transakcije kojom se povrjeđuju ograničenja ulaganja tog UCITS fonda. Ističu se čl. 216. ZOIFJP-a temeljem kojega je depozitar, u slučaju da je utvrdio nepravilnost i povrede obveza društva za upravljanje, a što svakako uključuje i naloge kojima su povrijeđene granice ulaganja UCITS fonda, ovlašten društvu za upravljanje pismeno dati „upozorenje“ (ali ne i „nalog“) i zatražiti od njega pojašnjenje tih okolnosti. U to, dano upozorenje mora sadržavati i rok, čije je određenje prepušteno depozitaru,⁹¹⁸ a ako društvo za upravljanje u zadanom roku ne ukloni utvrđenu nepravilnost, depozitar je dužan bez odgode o tomu obavijestiti HANFU.⁹¹⁹ Moglo bi se argumentirati da dano upozorenje depozitara implicira i davanje naloga, gdje je sankcija za nepostupanje po nalogu obavješćavanje HANFE o počinjenoj povredi. Međutim, takav je zaključak dvojben s obzirom na to da je *prima facie* vidljiva razlika između pravne snage radnje „upozorenja“ i „naloga“. Želi li zakonodavac uspostaviti učinkoviti mehanizam kojim depozitar može naložiti društvu za upravljanje da „stornira“ neku transakciju ili da postupi na određeni način, to *de lege ferenda* treba izrijekom propisati i urediti takav postupak, uzimajući u obzir posebnosti investicijskog posla.

Primjerice, *de lege ferenda* moglo bi se ovlastiti depozitara na davanje obvezujućih naloga o storniranju pojedinih transakcija na trošak društva za upravljanje, uz obrazloženje i dokaze da je društvo za upravljanje tim transakcijama povrijedilo odredbe o ograničenjima ulaganja i druge odredbe zakona, prospekta ili pravila UCITS fonda.

Ipak, zalažemo se za tumačenje da bi depozitar UCITS fondova trebao provoditi *ex ante* kontrolu nad time jesu li nalozi društva za upravljanje u skladu sa zakonskim propisima te prospektom i pravilima UCITS fonda. Smatramo da depozitar ne bi smio provoditi one naloge društva za upravljanje koji nisu u skladu sa zakonom, prospektom i pravilima UCITS fonda. Naime, kada bi depozitar uvijek morao izvršavati naloge društva za upravljanje, tada bi njegova uloga, u smislu subjekta koji na određeni način stoji između društva za upravljanje i ulagatelja da štiti interese ulagatelja, ostala tek puka formalnost.⁹²⁰ *Ex ante* kontrolom bi se ujedno spriječilo nastajanje eventualne štete do koje može doći ako društvo za upravljanje raspolaže zasebnom imovinom UCITS fonda suprotno dopuštenim ulaganjima i ograničenjima ulaganja UCITS fonda. Time bi se dobio i najučinkovitiji mehanizam kontrole

⁹¹⁸ Vidi čl. 24. st. 3. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁹¹⁹ Čl. 216. st. 3. ZOIFJP zajedno s čl. 24. st. 4. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁹²⁰ Tako i za njemačko pravo Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2475. Canaris također argumentira da je pristup prevencije, odnosno sprječavanja nastanka štete uvijek bolji od naknadnog vođenja postupka za njeno nadoknađivanje. Vidi još: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 10.

depozitara da društvo za upravljanje ulaže zasebnu imovinu UCITS fonda u skladu sa zakonskim propisima te prospektom i pravilima UCITS fonda.

Ističemo da odredbe čl. 215.g i čl. 219. st. 2. ZOIFJP-a *prima facie* vode ka zaključku da depozitar vrši *ex ante* kontrolu, zbog čega depozitar ne bi smio provesti one naloge koji nisu u skladu sa zakonskim propisima, prospektom ili pravilima UCITS fonda. To znači da će mali ulagatelji upravo to i očekivati od depozitara. U slučaju suprotne prakse, smatramo da bi u prospektu i pravilima UCITS fonda moralo stajati i pojašnjenje kako točno depozitar provodi svoju obvezu iz čl. 215.g ZOIFJP-a.

Sljedeće pitanje koje se otvara, jest dubina kontrole koju depozitar obavlja u odnosu na naloge društva za upravljanje. Je li depozitar dužan kontrolirati i samu investicijsku politiku koju je društvo za upravljanje usvojilo, te naloge koje društvo za upravljanje daje radi provođenja te investicijske politike ili je depozitar samo dužan ovlašten utvrđivati i jesu li nalozi društva za upravljanje u skladu sa zakonskim propisima te prospektom i pravilima UCITS fonda?

Smatramo da odgovor leži već u samom zakonskom tekstu gdje se izričito navodi da depozitar ne bi smio provoditi naloge društva za upravljanje koji su u „... *suprotnosti s ovim Zakonom, propisima Agencije, prospektom i pravilima UCITS fonda.*“⁹²¹ Dakle, zakonodavac nije dao depozitaru ovlast da preispituje dnevne odluke o ulaganju, odnosno da ulazi u to je li investicijska politika UCITS fonda kako je usvojena u prospektu u najboljem interesu ulagatelja, već je samo dužan osigurati da se proklamirana investicijska politika zaista i provodi.⁹²²

U svakom slučaju, da bi depozitar mogao izvršavati svoju obvezu kontrole nad time jesu li nalozi društva za upravljanje u skladu sa zakonskim propisima te prospektom i pravilima UCITS fonda, društvo za upravljanje mu mora kontinuirano dostavljati informacije o svim transakcijama zasebnom imovinom UCITS fonda.⁹²³ Pri tomu je ključna i evidencija transakcija koju vodi društvo za upravljanje.⁹²⁴

⁹²¹ Čl. 215. g. ZOIFJP.

⁹²² Tako i s aspekta njemačkoga prava vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 22 Rbr. 5; Beckmann, K., u Beckmann, K., Scholtz, R.-D., Vollmer, L. (ur.), op. cit. u bilj. 211., § 22 InvG Rbr. 5; Oberlandesgericht (OLG) Frankfurt a. M., presuda od 19.12.1996. objavljena u Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 1997., str. 321. Također vidi raspravu o opsegu kontrole depozitara u poglavlju 3.3.3.

⁹²³ Vidi čl. 217. st. 1. t. 2.b ZOIFJP-a i čl. 16. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁹²⁴ Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za društva za upravljanje UCITS fondovima u čl. 12. propisuje da je društvo za upravljanje dužno bez odgode evidentirati svaku izvršenu transakciju za UCITS fond, i to tako da omogućuje utvrđivanje i praćenje svih ključnih faza obrade naloga i izvršenja transakcije. Ako se radi o transakciji s financijskim instrumentima, tada evidencija prema čl. 12. st. 2. Pravilnika mora sadržavati najmanje sljedeće podatke: 1. naziv UCITS fonda i osobe koja zadaje nalog za račun UCITS fonda, 2. identifikacijsku oznaku instrumenta, naziv instrumenta, odnosno karakteristike ugovora, 3. količinu, 4. vrstu naloga ili

3.3.6. Obveza depozitara u odnosu na korporativne akcije vezane uz zasebnu imovinu UCITS fonda

Prema čl. 215.h ZOIFJP-a, depozitar je dužan izvješćivati društvo za upravljanje o korporativnim akcijama vezanim uz zasebnu imovinu UCITS fonda i izvršavati naloge društva za upravljanje koji iz toga proizlaze. Ova obveza depozitara nije uređena UCITS zakonodavstvom, već je to pitanje prepušteno nacionalnim zakonodavstvima koja imaju zadatak urediti način ostvarivanja prava glasova iz financijskih instrumenata UCITS fonda i ostalih korporativnih akcija vezanih uz zasebnu imovinu UCITS fonda.

Hrvatski zakonodavac regulirao je način ostvarenja prava glasa iz financijskih instrumenata UCITS fonda u čl. 92. ZOIFJP-a. U okviru investicijskog trokuta, društvo za upravljanje je subjekt koji ostvaruje pravo glasa.⁹²⁵ Time je društvu za upravljanje dana ovlast za ostvarivanje prava glasa po financijskim instrumentima UCITS fonda temeljem zakona, te nije potrebno da mu ulagatelji daju posebno ovlaštenje, odnosno punomoć za ostvarivanje prava glasa.⁹²⁶

Društvo za upravljanje može, nadalje, opunomoćiti i treće osobe da ostvaruju pravo glasa pri čemu ZOIFJP uvijek naglašava da treće osobe ostvaruju pravo glasa uz „jasno danu uputu za glasovanje”.⁹²⁷ To se ima tumačiti na način da odluku o tome kako će se glasati pri ostvarivanju prava glasa po financijskim instrumentima UCITS fonda uvijek donosi društvo za upravljanje, bez mogućnosti da donošenje te odluke delegira trećoj osobi.⁹²⁸ Treće osobe

transakcije, 5. cijenu, 6. za naloge, datum i točno vrijeme zadavanja naloga i naziv osobe kojoj se nalog zadaje, odnosno oznaku ako se nalog zadaje elektroničkim putem, 7. za transakcije, datum i točno vrijeme zadavanja i izvršenja transakcije, 8. ime osobe koja zadaje nalog ili izvršava transakciju, 9. razloge za opoziv naloga, kada je to primjenjivo, 10. za izvršene transakcije, identifikaciju druge ugovorne strane i mjesto izvršenja. Društvo za upravljanje dužno je voditi evidenciju i o svim drugim sklopljenim ugovorima ili poslovima i to tako da evidentira sve bitne odrednice sklopljenog ugovora ili posla (čl. 12. st. 4. Pravilnika).

⁹²⁵ Čl. 92. st. 2. ZOIFJP.

⁹²⁶ Za usporedbu, isto je predviđeno i u njemačkom pravu (§ 94. st. 1. KAGB-a). Međutim, njemački zakonodavac pri tome je izrijekom odredio da društvu za upravljanje nije potrebna pisana punomoć ulagatelja za ostvarivanje prava glasa po financijskim instrumentima UCITS fonda. Iako je hrvatski zakonodavac propustio unijeti ovako izričitu odredbu, smatramo da dolazi do istog učinka na temelju izričite zakonske odredbe iz čl. 92. st. 2. ZOIFJP-a prema kojoj je društvo za upravljanje ovlašteno i dužno ostvarivati pravo glasa po financijskim instrumentima UCITS fonda.

⁹²⁷ Čl. 92. st. 2. i čl. 92. st. 3. ZOIFJP-a.

⁹²⁸ Njemački zakonodavac usvojio je suprotno rješenje. Naime, u § 94. st. 1. KAGB-a, predviđeno je da društvo za upravljanje može odrediti neovisnog zastupnika za ostvarivanje prava glasa po financijskim instrumentima UCITS fonda (*unabhängiger Stimmrechtsvertreter*), kojega može opunomoćiti da ostvaruje pravo glasa na trajnijoj osnovi i bez uputa o ostvarivanju prava glasa društva za upravljanje. Pri tomu je naglasak na zahtjevu da se radi o neovisnom zastupniku. U tumačenju tko se može smatrati neovisnim zastupnikom, u pravnoj se literaturi smatra da to ne bi mogao biti depozitar, i to posebice zbog svoje obveze kontrole nad pojedinim poslovima društva za upravljanje, a što uključuje i korporativne akcije vezane uz zasebnu imovinu fonda. Vidi Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 32 InvG Rbr. 16. Pregledno o ostvarivanju prava glasa po dionicama dioničkog društva u njemačkome pravu, s naglaskom kada pravo glasa

moгу djelovati jedino po nalogu za glasovanje društva za upravljanje. One ne mogu same odlučivati o tome kako glasati temeljem prava glasa koje je sadržano u financijskom instrumentu koji se nalazi u portfelju UCITS fonda. Smatramo da je hrvatski zakonodavac usvojio ovakvo rješenje kako bi dodatno zaštitio interese ulagatelja UCITS fonda.

Kriteriji koje je društvo za upravljanje dužno poštovati pri donošenju odluke o ostvarivanju glasačkog prava po financijskim instrumentima UCITS fonda propisani su u čl. 18. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za društva za upravljanje UCITS fondovima. Pri ostvarivanju glasačkih prava, društvo za upravljanje dužno je djelovati isključivo u korist UCITS fonda,⁹²⁹ te ostvarivati glasačka prava u skladu s investicijskim ciljevima UCITS fonda.⁹³⁰ Zbog toga je društvo za upravljanje dužno usvojiti i provoditi procedure kojima prati relevantne događaje vezane uz izdavatelja financijskih instrumenata, te sprječava sukobe interesa (primarno između svojih i depozitarnih s jedne te interesa ulagatelja UCITS fonda s druge strane) u ostvarivanju glasačkih prava po financijskim instrumentima UCITS fonda.⁹³¹

ZOIFJP posebno propisuje i krug trećih osoba koje društvo za upravljanje može ovlastiti na ostvarenje prava glasa po financijskim instrumentima UCITS fonda. Društvu za upravljanje izrijekom je zabranjeno da opunomoći ulagatelje UCITS fonda da ostvaruju pravo glasa po financijskim instrumentima UCITS fonda.⁹³²

Međutim, društvo za upravljanje može ostvarivati pravo glasa i putem depozitara.⁹³³ Pri tome se ne predviđa kao uvjet davanje posebne punomoći. S druge strane, ako društvo za upravljanje želi ovlastiti treću osobu, različitu od depozitara, da ostvaruje pravo glasa po financijskim instrumentima UCITS fonda, društvo za upravljanje će „u tom slučaju izdati posebnu punomoć s jasnim uputama za glasovanje“.⁹³⁴

ostvaruje punomoćnik dioničara vidi u: Rose, M., Stimmrechtsvertretung und Haftung in der Aktiengesellschaft, Berlin, 2003., str. 53 i dalje. Također vidi: Schmidt, M., Die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute, Überlegungen zu einer eigenen Treuepflicht der Kreditinstitute als Stimmrechtsvertreter gegenüber der AG und deren Aktionären, Hamburg, 1994.

⁹²⁹ Čl. 18. st. 1. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za društva za upravljanje UCITS fondom. I u njemačkoj se pravnoj literaturi smatra da je društvo za upravljanje dužno ostvarivati pravo glasa po financijskim instrumentima UCITS fonda u interesu ulagatelja, odnosno u interesu UCITS fonda, što je produžetak obveze društva za upravljanje da upravlja zasebnom imovinom UCITS fonda u interesu ulagatelja UCITS fonda. Vidi Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 32 InvG Rbr. 5.

⁹³⁰ Čl. 18. st. 2 t. 2. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za društva za upravljanje UCITS fondom. Slično rješenje usvojio je i austrijski zakonodavac u § 26. InvFG-a.

⁹³¹ Čl. 18. st. 2. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za društva za upravljanje UCITS fondom. Uz to, društvo za upravljanje dužno je sažeti opis tako usvojenih procedura učiniti dostupnim ulagateljima (čl. 18. st. 3. Pravilnika), te je dužno, bez dodatnog troška, ulagateljima učiniti dostupnim pojedinosti o radnjama poduzetim temeljem tako usvojenih procedura (čl. 18. st. 4. Pravilnika).

⁹³² Čl. 92. st. 1. ZOIFJP.

⁹³³ Čl. 92. st. 2. ZOIFJP.

⁹³⁴ Čl. 92. st. 3. ZOIFJP.

Depozitar se prema društvu pojavljuje kao skrbnik nad financijskim instrumentima iz kojih ostvaruje pravo glasa. S obzirom na to da dionička društva ne traže posebnu punomoć od skrbnika za ostvarivanje glasova po dionicama u skrbništvu,⁹³⁵ to znači da se od depozitara ne bi zahtijevao dokaz o postojanju posebne punomoći za ostvarivanje glasova po dionicama koje drži u skrbništvu.

Međutim, u unutarnjem odnosu između depozitara i društva za upravljanje, smatramo da je ipak potrebno izrijekom dati punomoć za ostvarivanje prava glasa po financijskim instrumentima UCITS fonda. Tu bi se punomoć već moglo dati i u ugovoru o obavljanju poslova depozitara (želi li se, primjerice depozitara generalno opunomoćiti za ostvarivanje prava glasa iz financijskih instrumenata UCITS fonda koje drži u skrbništvu) ili u obliku posebne punomoći.

Ako depozitar ne bi postupio po dobivenoj uputi društva za upravljanje za ostvarivanje prava glasa po financijskim instrumentima UCITS fonda, odgovarao bi društvu za upravljanje temeljem pretpostavljene krivnje. Istu bi odgovornost snosio i prema ulagateljima UCITS fonda. Dodatno, povreda obveze iz čl. 215.h ZOIFJP-a spada pod teže prekršaje depozitara.⁹³⁶

3.3.7. Zaprimanje uplata koje pripadaju zasebnoj imovini UCITS fonda i nadzor nad njihovom pravovremenosti

Prema čl. 215.i ZOIFJP-a, depozitar je dužan zaprimati uplate svih prihoda i drugih prava „*dospjelih u korist UCITS fonda, a koje proizlaze iz njegove imovine*“. Ova obveza depozitara prirodno proizlazi iz njegove osnovne obveze da pohranjuje zasebnu imovinu UCITS fonda. Naime, prema načelu surogacije iz čl. 90. st. 2. ZOIFJP-a, sve što društvo za upravljanje stekne na temelju poslova ili prava koja se odnose na zasebnu imovinu UCITS fonda, pripada UCITS fondu, što znači da se pripaja zasebnoj imovini UCITS fonda. U tom smislu, depozitar ima kontinuiranu obvezu zaprimati sve tako dospjele uplate i druga prava za račun zasebne imovine UCITS fonda. Međutim, po svojoj naravi, ova obveza depozitara ne spada u kontrolne ovlasti depozitara.⁹³⁷

S druge strane, u okviru UCITS zakonodavstva, usvojena je kontrolna ovlast depozitara vezana uz zaprimanje uplata prihoda UCITS fonda. Već je čl. 7. st. 3.d UCITS I Direktive bilo predviđeno da je depozitar dužan osigurati da se protučinidba koja proizlazi iz transakcije

⁹³⁵ Tako i Markovinović, H., Tepeš, N., op. cit. u bilj. 744., str. 362 i dalje.

⁹³⁶ Čl. 380. st. 1. t. 7. ZOIFJP.

⁹³⁷ Možemo reći da spada u servisno-tehničke ovlasti depozitara. O podjeli poslova depozitara po sadržaju radnji koje depozitar obavlja, vidi: Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 287 i dalje.

nad zasebnom imovinom UCITS fonda prenese UCITS fondu unutar uobičajenog vremenskog roka.⁹³⁸ U praksi, ova će odredba imati najvećeg značenja za rokove u kojima je potrebno provesti poslove namire i poravnavanja financijskih instrumenata kojima se trguje na uređenom tržištu.⁹³⁹

Ta obveza depozitara nije predviđena u ZOIFJP-u. Propust zakonodavca djelomice je ispravljen u HANFI-nom Pravilniku o obavljanju poslova depozitara.⁹⁴⁰ Tako čl. 21. st. 1. Pravilnika predviđa da je depozitar „...dužan propisati postupanje u okolnostima u kojima protuvrijednost vezana za transakciju imovinom UCITS fonda nije prenesena UCITS fondu unutar uobičajenog vremenskog roka...“. Slijedom toga proizlazi da je depozitar ipak dužan nadzirati pravovremenost toga procesa. *De lege ferenda*, smatramo da bi zakonodavac trebao izrijeком usvojiti odredbu u ZOIFJP-u kojom bi se predviđalo da je depozitar dužan osigurati da je protučinidba koja proizlazi iz transakcije raspolaganja imovinom UCITS fonda prenesena UCITS fondu unutar uobičajenog vremenskoga roka.

Pravilnikom nije izrijeком određeno što se ima smatrati uobičajenim rokovima, što znači da je određenje ostavljeno praksi. To se potvrđuje i u čl. 21. st. 2. Pravilnika koji predviđa da će se uobičajeni rokovi za transakcije izvršene na neformalnom tržištu procjenjivati s obzirom na vrstu transakcije.

Ako društvo za upravljanje nije prenijelo UCITS fondu protuvrijednost vezanu uz transakciju imovinom UCITS fonda, depozitar je dužan o tome obavijestiti društvo za upravljanje.⁹⁴¹ Smatramo da će tu doći do primjene čl. 216. st. 2. ZOIFJP.⁹⁴²

Pravilnik također propisuje vrlo upitnu ovlast depozitara da je, ako transakcija financijskim instrumentima nije namirena, ovlašten i dužan „zatražiti povrat financijskih instrumenata od druge ugovorne strane kada je to moguće“.⁹⁴³ Iako zakonodavac rješenjem iz čl. 21. st. 1. Pravilnika nastoji zaštititi interese ulagatelja, nedorečenost rješenja dovodi u

⁹³⁸ Navedeni članak točno predviđa da će depozitar „ensure that in transactions involving a unit trust's assets any consideration is remitted to it within the usual time limits“.

⁹³⁹ Tako i s njemačke perspektive vidi Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 27 InvG Rbr. 6.

⁹⁴⁰ Pravilnik u čl. 21. st. 1. navodi da se njime nadalje uređuje obavljanje poslova depozitara iz čl. 215.i ZOIFJP-a. Pozivanje zakonodavca da se čl. 21. Pravilnika primjenjuje radi obavljanja poslova depozitara iz čl. 215.i ZOIFJP-a smatramo nepravilnim. Naime, iako je posao zaprimanja uplata i drugih dospjelih prava za račun UCITS fond po svojoj naravi povezan s obvezom depozitara da osigurava da se transakcije, tj. namira i uplata temeljem provedenih transakcija u odnosu na imovinu UCITS fonda provedu u uobičajenim rokovima, radi se o dva različita posla koje depozitar provodi u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda. Time se samo potvrđuje potreba da zakonodavac *de lege ferenda* predvidi izričitu odredbu u ZOIFJP-u koja bi obvezivala depozitara da osigurava da se transakcije u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda provode u uobičajenim rokovima.

⁹⁴¹ Čl. 21. st. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁹⁴² O postupanju depozitara kada utvrdi nezakonitosti ili nepravilnosti pri obavljanju poslova društva za upravljanje, vidi više u poglavlju 3.3.9.

⁹⁴³ Čl. 21. st. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

pitanje njegovu primjenu. Naime, stranke ugovora kojim se raspolagalo financijskim instrumentima za račun UCITS fonda su društvo za upravljanje i treća osoba, ne i depozitar. Depozitar nema općenito ovlaštenje da štiti zasebnu imovinu UCITS fonda prema trećim osobama, što najjasnije pokazuje rješenje da nije čak ovlašten ni postavljati pravne lijekove protiv neutemeljenih ovršnih zahtjeva prema zasebnoj imovini UCITS fonda, osim kada je naveden kao ovršenik.⁹⁴⁴ Ukoliko je namjera zakonodavca bila dati ovlasti depozitaru da raskine ugovor koji se nije ispunio na štetu UCITS fonda, a gdje je predmet ugovora transakcija zasebnom imovinom UCITS fonda, tada je to svakako potrebno detaljnije urediti.⁹⁴⁵

3.3.8. Kontrola da se prihodi i troškovi UCITS fonda koriste u skladu s odredbama ZOIFJP-a i prospektom UCITS fonda

Prema čl. 215.j ZOIFJP-a, depozitar je obvezan osigurati da se prihodi UCITS fonda koriste u skladu sa zakonskim i provedbenim propisima, kao i prospektom UCITS fonda. Time je hrvatski zakonodavac implementirao obvezu depozitara iz čl. 7. st. 3.e UCITS I Direktive.⁹⁴⁶ Uz to, čl. 215.j ZOIFJP-a propisuje i da je depozitar dužan osigurati da su troškovi koje UCITS fond plaća u skladu sa zakonskim i provedbenim propisima, kao i prospektom UCITS fonda.

Politika isplate prihoda UCITS fonda nije izrijekom uređena ZOIFJP-om. Ovlast donošenja politike isplate prihoda UCITS fonda dana je društvu za upravljanje,⁹⁴⁷ uz uvjet da u prospektu UCITS fonda jasno navede način isplate prihoda UCITS fonda. U tom smislu, čl. 183. st. 1. t. 11. ZOIFJP-a predviđa da prospekt UCITS fonda mora sadržavati „*informacije o načinu i učestalosti isplate prihoda ili dobiti UCITS fonda imateljima udjela*.“ Također, prema načinu isplate prihoda UCITS fonda mogu se formirati i različite klase udjela UCITS fonda,⁹⁴⁸ što također mora biti naznačeno u prospektu UCITS fonda.⁹⁴⁹

⁹⁴⁴ Vidi u poglavlju 2.4.3.1.

⁹⁴⁵ Vidi analogne argumente pri raspravi ima li depozitar na raspolaganju učinkovite mehanizme za storniranje transakcija zasebne imovine UCITS fonda u okviru vršenja *ex post* kontrole nad raspolaganjem zasebnom imovinom UCITS fonda društva za upravljanje u poglavlju 3.3.5.

⁹⁴⁶ Koji predviđa da će depozitar „*ensure that a unit trust's income is applied in accordance with the law and the fund rules*“.

⁹⁴⁷ Za usporedbu, isti je stav zauzeo i njemački zakonodavac koji nije uredio način upotrebe prihoda UCITS fonda u KAGB-u, već je to prepušteno društvu za upravljanje. Međutim, osim u prospektu, način upotrebe prihoda UCITS fonda mora biti naveden i u Pravilima UCITS fonda (§ 162. st. 2. t. 6. KAGB). Vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 27 InvG Rbr. 7.

⁹⁴⁸ Čl. 93. st. 2. ZOIFJP.

⁹⁴⁹ Čl. 183.a t. 8.b ZOIFJP.

Ako društvo za upravljanje odluči promijeniti politiku isplate prihoda UCITS fonda, to će se smatrati jednom od bitnih promjena prospekta.⁹⁵⁰ To znači da u slučaju takve promjene prospekta, ulagatelji imaju pravo u roku od 40 dana od objave obavijesti o tomu, zatražiti otkup udjela od društva za upravljanje bez odbitka izlazne naknade.⁹⁵¹ Time zakonodavac opravdano ističe važnost politike načina isplate prihoda UCITS fonda za ulagatelje. Naime, moguće je da politika isplate prihoda UCITS fonda proklamirana u prospektu utječe na potencijalne ulagatelje pri donošenju investicijske politike u određeni fond. Stoga je potrebno uvažiti i da će neki ulagatelji htjeti izaći iz UCITS fonda zbog promjene politike isplate prihoda UCITS fonda, što je kvalifikacijom ove promjene kao bitne promjene prospekta UCITS fonda zakonodavac i učinio.

Analizom prospekata društava za upravljanje UCITS fondovima registriranih u Republici Hrvatskoj, uočena je praksa da društva za upravljanje ne predviđaju isplatu ostvarenog prihoda UCITS fonda izravno ulagateljima. Naime, u prospektima se predviđa da će se cjelokupni prihod UCITS fonda zadržati radi reinvestiranja. U nekim prospektima se objašnjava da je dobit fonda sadržana u vrijednosti udjela, te da ulagatelji mogu ostvariti, tj. likvidirati svoju dobit na način da sve ili dio udjela prodaju trećim osobama ili zatraže otkup od društva za upravljanje. Također, zadržavanjem prihoda UCITS fonda, zasebna imovina UCITS fonda raste, pa to utječe i na vrijednost pojedinoga udjela. Unatoč navedenoj praksi društava za upravljanje registriranih u Republici Hrvatskoj, društva za upravljanje mogu odrediti i drukčiji način isplate prihoda UCITS fonda, kao što bi primjerice mogli odrediti da će se prihod UCITS fonda isplaćivati ulagateljima u određenim vremenskim razmacima i drugo.

Međutim, ZOIFJP-om nije određeno da je društvo za upravljanje dužno navesti politiku isplate prihoda UCITS fonda i u pravilima UCITS fonda, što smatramo propustom. Naime, pravila UCITS fonda po svojoj su pravnoj prirodi opći uvjeti poslovanja, te čine dio ugovora o ulaganju između društva za upravljanje i ulagatelja.⁹⁵² S druge strane, prospekt UCITS fonda nije dio ugovornog odnosa između ova dva subjekta, već društvo za upravljanje njime poziva potencijalne ulagatelje na stavljanje ponude za sklapanje ugovora o ulaganju. S obzirom na to da je način isplate prihoda UCITS fonda važan aspekt odnosa između društva

⁹⁵⁰ Čl. 184. st. 1. t. 4. ZOIFJP.

⁹⁵¹ Čl. 185. st. 4. ZOIFJP.

⁹⁵² O tomu je više rečeno u poglavlju 2.1.3.

za upravljanje i ulagatelja, smatramo da bi ga se *de lege ferenda* trebalo urediti pravilima UCITS fonda.⁹⁵³

Vezano uz opseg kontrole depozitara nad korištenjem prihoda UCITS fonda, smatramo da tu obvezu depozitara valja tumačiti na način da je depozitar dužan kontrolirati da društvo za upravljanje isplaćuje prihod UCITS fonda u skladu s prospektom, te sa zakonskim i provedbenim propisima, ali da depozitar nije dužan kontrolirati i je li usvojena politika upotrebe prihoda UCITS fonda u najboljem interesu ulagatelja. Naime, rješenje zakonodavca jasno upućuje da depozitar kontrolira sukladnost isplate prihoda UCITS fonda s prospektom, te zakonskim i provedbenim propisima. S obzirom na to da je praksa društava za upravljanje registriranih u Republici Hrvatskoj da se prihodi UCITS fonda ne isplaćuju ulagateljima, smatramo da će depozitar u praksi kontrolirati da društva za upravljanje, sukladno svojim prospektima, pripajaju prihod UCITS fonda zasebnoj imovini UCITS fonda.

U okviru investicijskog trokuta, isplata dobiti, tj. prihoda UCITS fonda ulagateljima smatra se administrativnim poslom društva za upravljanje.⁹⁵⁴ Društvo za upravljanje može taj posao delegirati depozitaru ili trećim osobama.⁹⁵⁵ U prvom slučaju, depozitar je kao kreditna institucija dužan spriječiti sukob interesa podizanjem, tzv. kineskog zida, da odvoji organizacijsku jedinicu koja obavlja poslove depozitara od drugih organizacijskih jedinica unutar kreditne institucije.⁹⁵⁶ Na taj način osigurava odvojenost jedinice koja obavlja posao isplate prihoda UCITS fonda od jedinice koja kontrolira koriste li se prihodi UCITS fonda u skladu s zakonskim i provedbenim propisima, kao i prospektom UCITS fonda.

Što se tiče opsega poslova koje društvo za upravljanje može prenijeti depozitaru, smatramo da valja razlikovati pravo i obvezu društva za upravljanje da odluči koju politiku isplate prihoda UCITS fonda će primjenjivati od posla same isplate prihoda sukladno usvojenoj politici. Posao isplate prihoda UCITS fonda spada u administrativne poslove društva za upravljanje (čl. 13. st. 3. t. 5. ZOIFJP), te se taj posao nedvojbeno može delegirati depozitaru. Međutim, određivanje načina upotrebe prihoda UCITS fonda, odnosno usvajanja

⁹⁵³ Tako je učinio i njemački zakonodavac u § 162. st. 2. t. 6. KAGB-a. Navedeni članak predviđa da je društvo za upravljanje dužno u pravilima fonda (*Anlagebedingungen*) navesti kako će upotrebljavati prihode UCITS fonda, gdje zakonodavac nudi nekoliko opcija. Tako se društvo za upravljanje može odlučiti da će prihode UCITS fonda distribuirati ulagateljima UCITS fonda ili će ih pripojiti zasebnoj imovini UCITS fonda radi daljnjeg ulaganja i drugo. Njemački autori smatraju da se politika isplate prihoda UCITS fonda mora navesti upravo u pravilima UCITS fonda, i to jer je zakonodavac uređenje te politike prepustio ugovornom određenju društva za upravljanje i ulagatelja. S obzirom na to da pravila UCITS fonda čine dio ugovora o ulaganju, upravo su pravila UCITS fonda mjesto u kojemu to pitanje valja urediti. Vidi: Schmitz, R., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 43 InvG Rbr. 57; Beckmann, K., u Beckmann, K., Scholtz, R.-D., Vollmer, L. (ur.), op. cit. u bilj. 211., § 15 InvG Rbr. 33.

⁹⁵⁴ Čl. 13. st. 3. t. 5. ZOIFJP.

⁹⁵⁵ Vidi čl. 64. st. 2. ZOIFJP-a.

⁹⁵⁶ O tomu je više rečeno u poglavlju 3.2.2.1.

politike upotrebe prihoda, određuje društvo za upravljanje u prospektu UCITS fonda.⁹⁵⁷ Društvo za upravljanje mora izraditi prospekt UCITS fonda da bi uopće od HANFE dobio odobrenje za osnivanje UCITS fonda.⁹⁵⁸ Dakle, po samoj naravi posla, sadržaj prospekta, a što uključuje i usvajanje politike isplate prihoda UCITS fonda, spada pod posao osnivanja UCITS fonda.

Vezano uz troškove, ZOIFJP je izričito odredio koji se troškovi mogu isplaćivati iz zasebne imovine UCITS fonda.⁹⁵⁹ Pri tomu je uvjet da se zasebna imovina UCITS fonda može teretiti troškovima navedenim u čl. 244. i čl. 245. ZOIFJP-a samo ako su ti troškovi izrijeком naznačeni i u prospektu UCITS fonda.⁹⁶⁰ Time zakonodavac želi dodatno osigurati da su ulagatelji upoznati s troškovima koji mogu teretiti zasebnu imovinu UCITS fonda. U obavljanju poslova kontrole iz čl. 215.j ZOIFJP-a, depozitar je obvezan osigurati da se iz zasebne imovine UCITS fonda naplate samo oni troškovi koji su određeni zakonskim i provedbenim propisima te prospektom UCITS fonda. Posebno je pravilo postavljeno za naplatu naknade depozitaru iz zasebne imovine, gdje je radi sukoba interesa, ZOIFJP-om određeno da depozitar može naplatiti svoju naknadu samo uz odobrenje društva za upravljanje.⁹⁶¹

Ako depozitar ne bi izvršavao svoje obveze iz čl. 215.j ZOIFJP-a, odgovarao bi ulagateljima temeljem pretpostavljene krivnje. Također, povreda obveze iz čl. 215.j ZOIFJP-a spada u teži prekršaj depozitara.⁹⁶²

3.3.9. Prijavljivanje HANFI težih prekršaja društva za upravljanje i suradnja s HANFOM i drugim ovlaštenim osobama

Prema čl. 215.l ZOIFJP-a, depozitar je dužan prijavljivati HANFI „*svako ozbiljnije ili teže kršenje*“ ZOIFJP-a, provedbenih propisa, kao i ugovora o obavljanju poslova depozitara od strane društva za upravljanje.⁹⁶³

⁹⁵⁷ Čl. 183. st. 1. t. 11. ZOIFJP.

⁹⁵⁸ Čl. 240. st. 2. ZOIFJP.

⁹⁵⁹ Čl. 245. ZOIFJP. Tako se iz zasebne imovine UCITS fonda izravno mogu isplaćivati isključivo: naknada i troškovi plativi depozitaru; troškovi, provizije ili pristojbe vezane uz stjecanje ili prodaju imovine; troškovi vođenja registra udjela, uključujući troškove izdavanja potvrda o transakciji ili stanju udjela, ako je to potrebno, te troškovi isplate prihoda ili dobiti; troškovi godišnje revizije; sve propisane naknade i pristojbe plative HANFI u vezi s izdavanjem odobrenja UCITS fondu; porezi koje je UCITS fond dužan platiti na svoju imovinu ili dobit; troškovi objave izmjena prospekta i drugih propisanih objava, te ostali troškovi određeni posebnim zakonima (primjerice troškovi HANFE i/ili drugog nadležnog tijela). Također, HANFA može donijeti pravilnik kojim će se pobliže urediti pitanje troškova i naknade koji se mogu isplaćivati iz zasebne imovine UCITS fonda (čl. 245. st. 4. ZOIFJP).

⁹⁶⁰ Vidi čl. 246. ZOIFJP-a.

⁹⁶¹ Čl. 225. st. 2. ZOIFJP.

⁹⁶² Čl. 380. st. 1. t. 7. ZOIFJP.

Postupak kojim depozitar izvršava svoju obvezu iz čl. 215.1 ZOIFJP-a nadalje je razrađen u čl. 216. ZOIFJP-a i u čl. 24. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.⁹⁶⁴ Tako je depozitar, pri obavljanju poslova iz čl. 215. ZOIFJP-a, kada utvrdi nepravilnost ili nezakonitost u poslovima društva za upravljanje koji ujedno predstavljaju i kršenje odredbi ZOIFJP-a, provedbenih propisa, te prospekta i pravila UCITS fonda, prvo dužan pismenim putem upozoriti društvo za upravljanje te zatražiti pojašnjenje.⁹⁶⁵ Dano upozorenje mora sadržavati i rok čijim je istekom depozitar dužan obavijestiti HANFU o utvrđenim nepravilnostima i/ili nezakonitostima u poslovanju društva za upravljanje.⁹⁶⁶ S obzirom na to da ZOIFJP-om niti Pravilnikom nije određeno o kojem će se vremenskom roku raditi, proizlazi da depozitar ima diskrecijsko pravo ocijeniti koji će rok biti primjeren u konkretnoj situaciji. Ovakvo rješenje smatramo nepovoljnim jer otvara mogućnost različitoj praksi, što za posljedicu ima neujednačenost položaja društava za upravljanje kada depozitari utvrde nepravilnost u njihovu poslovanju. U praksi je također primjećen ovaj problem, te je pohvalno nastojanje hrvatskih depozitara da ujednače praksu po ovom pitanju. Pri tome je zauzet stav da je društvo za upravljanje bez odgode dužno otkloniti nepravilnosti, a prema čl. 3. st. 1. t. 30. ZOIFJP „bez odgode i/ili odmah“ znači da se neka radnja ili posao moraju poduzeti najkasnije slijedećeg radnog dana.

Tek ako društvo za upravljanje ne ukloni utvrđene nepravilnosti/nezakonitosti ili nastavi s povredom svojih obveza i nakon danog upozorenja, depozitar mora bez odgode o tome obavijestiti HANFU.⁹⁶⁷ Pravilnikom je propisano da se obavijest HANFI šalje pisanim ili elektroničkim putem, a izrijekom su određeni i minimalni podatci koje obavijest mora sadržavati.⁹⁶⁸ Depozitar je dužan pohranjivati dokumentaciju kojom se dokazuje da je utvrđeno postojanje nepravilnosti/nezakonitosti.⁹⁶⁹

⁹⁶³ Dužnost depozitara da nadležnu agenciju obavijesti o utvrđenoj nepravilnosti pri obavljanju poslova depozitara usvojena je i u slovenskom zakonodavstvu. Tako čl. 176. st. 2. ZISDU-2 predviđa „Če skrbnik pri opravljanju skrbniških storitev iz 174. člena tega zakona ugotovi nepravilnost, ki je posledica aktivnosti družbe za upravljanje in bi lahko pomenila kršitev določb pravil upravljanja ali statuta investicijskega sklada oziroma določb tega zakona ali na njegovi podlagi izdanih predpisov, o tem obvesti družbo za upravljanje in Agencijo.“

⁹⁶⁴ Pored navedenih odredbi, depozitar je dužan propisati i primjenjivati proceduru postupanja ako utvrdi nepravilnost ili nezakonitost u postupanju društva za upravljanje. Vidi čl. 24. st. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁹⁶⁵ Čl. 216. st. 1. ZOIFJP.

⁹⁶⁶ Čl. 24. st. 3. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁹⁶⁷ Čl. 216. st. 3. ZOIFJP. Također vidi čl. 24. st. 4. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

⁹⁶⁸ Vidi čl. 24. st. 5. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Tako obavijest mora sadržavati naziv UCITS fonda kod kojega je depozitar utvrdio postojanje nepravilnosti/nezakonitosti, precizan opis utvrđenih nepravilnosti/nezakonitosti uz točno navođenje odredbi koja je povrijeđena, datum kada je nepravilnost/nezakonitost nastala kao i datum kada ju je depozitar utvrdio, procjenu eventualne štete koja je nastala ulagateljima kao posljedica utvrđene nepravilnosti/nezakonitosti, te dokumentaciju kojom se dokazuje, odnosno kojem je utvrđeno postojanje nepravilnosti/nezakonitosti.

⁹⁶⁹ Vidi čl. 24. st. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

Prema čl. 215.m ZOIFJP-a, depozitar je dužan surađivati s HANFOM, revizorima⁹⁷⁰ i drugim ovlaštenim osobama, posebice u smislu razmjene informacija i davanja podataka o računima UCITS fonda. Obveza depozitara da surađuje s HANFA-om kao nadležnim tijelom Republike Hrvatske koje nadzire subjekte na tržištu kapitala, kao i depozitara i društvo za upravljanje,⁹⁷¹ sustavno je provedena kroz ZOIFJP od pokretanja investicijskog posla do njegovog završetka. Osnovni ciljevi HANFE su osigurati da subjekti na tržištu kapitala posluju u skladu sa zakonskim propisima, ali i promicanje i čuvanje stabilnosti tržišta kapitala.⁹⁷² U okviru toga, HANFA je dužna sudjelovati s nadležnim tijelima EU-a koji tvore dio novoga sustava nadzora nad financijskim sektorom u EU.⁹⁷³

U slučaju da depozitar ne izvršava svoje obveze iz čl. 215.1 i čl. 215.m ZOIFJP-a, odgovarat će ulagateljima po subjektivnoj odgovornosti temeljem pretpostavljene krivnje. Također, povreda ovih zakonskih odredbi teži je prekršaj depozitara.⁹⁷⁴

3.3.10. Obveza depozitara da postavlja tužbene zahtjeve prema društvu za upravljanje

Zakonodavac je u čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a izrijekom odredio: „*Depozitar je ovlašten i dužan u svoje ime ostvarivati zahtjeve i prava ulagatelja prema društvu za upravljanje, zbog kršenja odredaba ovoga Zakona, prospekta i pravila UCITS fonda.*“ Time je depozitaru dana aktivna legitimacija za postavljanje tužbenih zahtjeva prema društvu za upravljanje radi ostvarenja prava ulagatelja.

Ostvarivanjem prava ulagatelja prema društvu za upravljanje ostvaruje se zaštitna uloga depozitara u odnosu na ulagatelje u okviru investicijskog trokuta. Ulagatelji su najslabija karika investicijskog trokuta, te rješenje iz čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a nastoji uravnotežiti položaj ulagatelja prema društvu za upravljanje i depozitaru.

⁹⁷⁰ Revizija izvršavanja obveza depozitara uređena je nadalje čl. 221. ZOIFJP-a.

⁹⁷¹ Vidi čl. 325. st. 5. ZOIFJP.

⁹⁷² Čl. 13. Zakona o HANFI.

⁹⁷³ HANFA je dužna surađivati i s Europskom agencijom za nadzor vrijednosnih papira i tržišta kapitala (ESMA) i Europskim odborom za sistemski rizik (ESRB). Vidi čl. 366. st. 1. ZOIFJP-a. O gubitku nacionalne suverenosti nad nadzorom financijskog sektora u okviru EU tržišta kapitala vidi Poto, M., *Financial Supervision in a Comparative Perspective*, Oxford, 2010., str. 1 i dalje. O važnosti, tzv. „*ex ante supervision*“ i napora u tom smislu u novoj EU strukturi nadzora nad financijskim sektorom s naglaskom na ulozi ESME, vidi: Moloney, N., *Supervision in the Wake of the Financial Crisis: Achieving Effective „Law in Action“ – a Challenge for the EU*, u Wymeersch, E., Hopt, K. J., Ferrarini, G., *Financial Regulation and Supervision, A Post-Crisis Analysis*, Oxford, 2012., str. 99 i dalje. O EU sustavu nadzora nad financijskim sektorom vidi općenito: Ferran, E., *Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision*, u Wymeersch, E., Hopt, K. J., Ferrarini, G., *Financial Regulation and Supervision, A Post-Crisis Analysis*, Oxford University Press, 2012; Wymeersch, E., *The European Financial Supervisory Authorities of ESAs*, 232-317, u Wymeersch, E., Hopt, K. J., Ferrarini, G., *Financial Regulation and Supervision, A Post-Crisis Analysis*, Oxford, 2012.

⁹⁷⁴ Čl. 380. st. 1. t. 7. ZOIFJP.

Pravo i obveza depozitara da u svoje ime ostvaruje prava ulagatelja prema društvu za upravljanje obrađeno je u poglavlju 4.4.2.

Povrijedi li depozitar svoju obvezu iz čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a, odgovarati će ulagateljima temeljem pretpostavljene krivnje. Propust depozitara da postupi sukladno čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a nije sankcioniran kao prekršaj depozitara. Smatramo da navedena odredba ima istu razinu značenja glede zaštite ulagatelja i zasebne imovine UCITS fonda, kao i poslovi koji su određeni u čl. 215. ZOIFJP-a, a povreda kojih predstavlja teže prekršaje depozitara.⁹⁷⁵ Stoga smatramo da bi *de lege ferenda* zakonodavac povredu čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a također trebao propisati kao teži prekršaj depozitara.

3.4. Delegacija pravnih poslova depozitara trećim osobama

UCITS fondovi kreirani su radi ulaganja na međunarodnoj razini, što podrazumijeva ulaganje u financijske instrumente čiji izdavatelji imaju sjedište u različitim državama odnosno čiji su financijski instrumenti uvršteni na različitim uređenim tržištima. Kako time UCITS fondovi postaju globalni investitori pojavljuje se potreba da angažiraju osobu koja će na tim tržištima skrbiti za zasebnu imovinu UCITS fonda.⁹⁷⁶ Naime, često je potreban pristup lokalnim subjektima koji obavljaju poslove skrbništva, posebice s obzirom na to da samo lokalni skrbnici mogu biti ovlašteni provesti upis transakcije imovinom fonda, tj. kupnje ili prodaje financijskog instrumenta u lokalni depozitorij (registar nematerijaliziranih financijskih instrumenata). Depozitari UCITS fondova stoga se nalaze u sličnom položaju kao i globalni skrbnici (*global custody*),⁹⁷⁷ jer UCITS fondovi često ulažu u financijske instrumente na međunarodnoj razini. Upravo zbog toga i dolazi do koncentracije poslova depozitara kod, tzv. globalnih skrbnika, koji na globalnoj razini mogu pružati tako široke usluge za fondove po i dalje konkurentnim tržišnim cijenama.⁹⁷⁸

Radi povećanja učinka upravljanja vrijednosnim papirima u skrbništvu i smanjenja rizika pri transakcijama, vrlo je česta pojava podskrbništva, tj. držanja vrijednosnih papira u

⁹⁷⁵ Vidi čl. 380. st. 1. t. 7. ZOIFJP-a.

⁹⁷⁶ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 302.

⁹⁷⁷ Globalno skrbništvo može se odrediti kao usluga financijske institucije gdje ona preuzima odgovornosti za pohranu i administriranje klijentovog međunarodnog portfelja vrijednosnih papira. Pojam *global custody* počeo se razvijati 1990-ih godina. O globalnom skrbništvu i njegovom razvoju vidi općenito: Yates, M., Montagu, G., *The Law of Global Custody: Legal Risk Management in Securities Investment and Collateral*, West Sussex, 2009.

⁹⁷⁸ O koncentraciji poslova depozitara u rukama, tzv. globalnih skrbnika vidi u poglavlju 4.1.

podskrbništvu kod lokalnih subjekata.⁹⁷⁹ U pravilu, subjekti koji se biraju kao podskrbnici pripadnici su istoga financijskog konglomerata kao i skrbnik, a često se radi o podružnicama ili društvima kćerima skrbnika u inozemstvu, iako nisu isključene niti druge kreditne institucije, investicijska društva, središnji depozitoriji i drugi subjekti koji su ovlašteni pružati usluge skrbništva nad financijskim instrumentima.

Delegacija poslova depozitara UCITS fonda jedno je od ključnih pitanja koje je EU zakonodavac nastojao obuhvatiti i regulirati UCITS V Direktivom. Prije UCITS V Direktive, u okviru UCITS zakonodavstva, nisu bili regulirani uvjeti pod kojima depozitar može delegirati svoje poslove trećim osobama, već je to bilo prepušteno nacionalnim zakonodavstvima. Međutim, recentni financijski skandal Madoff,⁹⁸⁰ u okviru kojega su prevareni i ulagatelji UCITS fondova, ukazao je na specifične rizike koji se javljaju kada depozitar delegira svoje poslove trećim osobama.⁹⁸¹ Uočeni rizici delegacije poslova depozitara izrijeком se navode i u *Explanatory Memorandumu* Prijedloga UCITS V Direktive.⁹⁸² To su: sukob interesa koji proizlazi iz okolnosti da društvo za upravljanje i poddepozitar pripadaju istoj financijskoj grupi ili financijskom konglomeratu, sukob interesa koji proizlazi iz okolnosti što su društvo za upravljanje i depozitar delegirali oboje svoje poslove istoj osobi te pitanje odgovornosti depozitara ako su poslovi pohrane zasebne imovine delegirani trećoj osobi.

Rješenja iz čl. 22a UCITS V Direktive o uvjetima za delegaciju poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda izrađena su po uzoru na čl. 21. st. 11. AIFM Direktive, iako ima određenih razlika.⁹⁸³ Usporedbom postavljenih uvjeta za delegaciju poslova skrbništva iz

⁹⁷⁹ Galić, K., op. cit. u bilj. 766, str. 850.

⁹⁸⁰ Financijski skandal Madoff često se označava kao najveća financijska prijevара svih vremena, a koju je poduzeo Bernie Madoff koristeći se tehnikom, tzv. Ponzi sheme kojom je ukradeno preko 60 milijuna američkih dolara.

⁹⁸¹ Vidi općenito Čulinović-Herc, E., Grković, N., Impact of the Madoff Scandal on the forthcoming UCITS V Directive, u Kandžija, V., Kumar, A. (ur.), Economic Integrations, Competition and Cooperation, Rijeka, 2013.

⁹⁸² Vidi t. 1.1. Explanatory Memorandum Prijedloga UCITS V Direktive.

⁹⁸³ Radi se o dvije ključne razlike. Tako je u čl. 22.a st. 3.d UCITS V Direktive predviđeno da depozitar može delegirati poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda samo ako ta treća osoba, između ostalih uvjeta, ispunjava uvjet da se u slučaju insolventnosti poddepozitara, vjerovnici poddepozitara ne mogu namiriti na zasebnoj imovini UCITS fonda koju poddepozitar drži u skrbništvu. AIFM Direktiva nije usvojila ovakvu odredbu. Druga ključna razlika jest što AIFM Direktiva predviđa da poddepozitar smije ponovno koristiti imovinu fonda uz suglasnosti društva za upravljanje i prethodnog obavješćavanja depozitara. Mogućnost da depozitar i poddepozitar ponovno koriste imovinu alternativnog investicijskog fonda spominje se na više mjesta u AIFM Direktivi. Vidi primjerice u čl. 21. st. 11. t. d.iv AIFM Direktive. Za razliku od toga, UCITS V Direktiva izrijeком zabranjuje da depozitari i poddepozitari raspolažu zasebnom imovinom UCITS fonda za vlastiti račun (vidi čl. 22. st. 7. UCITS V Direktive). Analizom ovih dviju razlika, može se zaključiti da je EU zakonodavac u UCITS V Direktivi usvojio rješenja kojima ulagateljima UCITS fondova nastoji pružiti višu razinu zaštite i osigurati da se zasebna imovina UCITS fonda u skrbništvu poddepozitara neće izgubiti.

ZOIFJP-a s UCITS V Direktivom,⁹⁸⁴ zaključujemo da je hrvatski zakonodavac po tom pitanju usklađen s UCITS V Direktivom.

ZOIFJP je regulirao pitanje delegacije depozitara poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda u čl. 226.-229. ZOIFJP-a, što je nadopunjeno i čl. 22.-23. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Kao osnovno pravilo vrijedi da depozitar trećim osobama može delegirati samo poslove i dužnosti iz čl. 217. ZOIFJP-a, a što se odnosi na poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda.⁹⁸⁵ Drugim riječima, depozitar ne može delegirati poslove iz čl. 215. ZOIFJP-a, kao što su kontrolne ovlasti nad poslovima društva za upravljanje. Za razliku od ZIF-a 05,⁹⁸⁶ depozitar je ovlašten delegirati poslove pohrane nad svim financijskim instrumentima i drugom imovinom UCITS fonda.

Treće osobe na koje je depozitar delegirao poslove označavaju se kao poddepozitari. Prema čl. 226. st. 4. ZOIFJP-a, poddepozitari mogu biti domaće ili strane kreditne institucije ili strani skrbnici.⁹⁸⁷ Omogućavanjem da poddepozitari mogu biti i strani skrbnici, znači da poddepozitari ne moraju biti kreditne institucije ili podružnice kreditnih institucija kako je to određeno za depozitare u čl. 213. st. 2. ZOIFJP-a. Također, poddepozitar može dalje delegirati obavljanje delegiranih poslova ako su ispunjeni uvjeti uz čl. 226. st. 1. i čl. 226. st. 2. ZOIFJP-a.⁹⁸⁸ Što je više poddepozitara uključeno u poslovima pohrane zasebne imovine UCITS fonda, depozitaru je teže nadzirati da poddepozitari kontinuirano ispunjavaju uvjete prema ZOIFJP-u, a u slučaju spora, dodatno se javlja problem kome pripadaju financijski instrumenti UCITS fonda u skrbničkom lancu.⁹⁸⁹

Depozitar delegira⁹⁹⁰ poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda sklapanjem ugovora o delegaciji s trećom osobom. Ugovor o delegaciji nije imenovani ugovor.⁹⁹¹ Općenito, u

⁹⁸⁴ Usporedba čl. 226. st. 1. ZOIFJP-a i čl. 22.a st. 2. i st. 3. UCITS V Direktive.

⁹⁸⁵ Čl. 226. st. 1. ZOIFJP. Ovo je rješenje u skladu s čl. 22.a st. 1. UCITS V Direktive.

⁹⁸⁶ ZIF 05 nije izrijekom odgovorio na pitanje može li, i ako može, koje poslove depozitar može delegirati na treće osobe. To je učinila HANFA u Pravilniku o poslovima depozitne banke, NN 150/05, 26/08. Članak 4. Pravilnika predviđao je da depozitar može delegirati *dio* svojih poslova na treću osobu, i to samo glede inozemnih vrijednosnih papira. Dodatno razjašnjenje HANFA je dala u svom Mišljenju o poslovima depozitara investicijskih fondova i poslovima skrbništva, 4. studenog 2010., <http://www.hanfa.hr/uploads/54-10-07.pdf> (17. 2. 2012.). U mišljenju je izričito naglašeno da depozitar može delegirati *samo skrbništvo nad inozemnim vrijednosnim papirima za trgovanje u inozemstvu*.

⁹⁸⁷ Pod uvjetom da imaju odobrenje nadležnog tijela za obavljanje poslova pohrane i administriranja financijskih instrumenata za račun klijenta, uključujući i poslove skrbništva i s tim povezane usluge, primjerice upravljanje novčanim sredstvima, odnosno instrumentima osiguranja, a koji su propisani zakonom koji uređuje tržište kapitala.

⁹⁸⁸ Vidi čl. 226. st. 3. ZOIFJP-a.

⁹⁸⁹ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 305.

⁹⁹⁰ Termin „delegacija“ nije usklađen s ostalim zakonima koji se primjenjuju na tržište kapitala u Republici Hrvatskoj. Tako ZOIFJP koristi termin „delegacija“, ZKI koristi termin „eksternalizacija“, a ZTK koristi termin „izdvajanje poslovnih procesa“. *De lege ferenda*, potrebno je uskladiti ove termine. Delegacija se u europskim

pravnoj se literaturi ugovor o delegiranju promatra kroz hijerarhijski niz pravnih odnosa koji određuju i njegovu pravnu narav.⁹⁹² Tako je ugovor o delegiranju poslova primarno okvirni ugovor, koji se nadalje konkretizira, tj. na temelju kojega se ugovara obavljanje točno određenih poslova, koji po svojim karakteristikama imaju najviše sličnosti sa ugovorom o nalogu, radu i zastupanju.⁹⁹³ Specifičnost ovoga ugovora jest što je trajnost obavljanja delegiranih poslova bitan element ugovora o delegaciji.⁹⁹⁴ Davanje pojedinog naloga za izvršenje trećoj osobi neće se smatrati ugovorom o delegaciji,⁹⁹⁵ već će se zapravo raditi o ugovoru o nalogu. Također, osoba kojoj se delegira, mora biti u pravnom i u gospodarskom⁹⁹⁶ smislu različita od osobe koja delegira poslove.

ZOIFJP izrijekom propisuje uvjete koji moraju biti kumulativno ispunjeni da bi depozitar mogao delegirati poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda na treće osobe. Pri tome možemo razlikovati dobrovoljnu i nužnu delegaciju.⁹⁹⁷ O nužnoj se delegaciji radi kada propisi trećih država uvjetuju da se određeni financijski instrumenti drže u skrbništvu lokalnih skrbnika, a ti subjekti ne zadovoljavaju uvjete za dobrovoljnu delegaciju poslova depozitara sukladno čl. 226. st. 1. ZOIFJP-a.⁹⁹⁸ Kod dobrovoljne delegacije, depozitar može delegirati

izvorima često označava i kao „*outsourcing*“, engleski pojam, koji se pak kao termin ne pojavljuje samo u okviru tržišta kapitala, već i šire. Njemački zakonodavac koristi termin „*Auslagerung*“, i dosljedno je proveden u pravnim izvorima koji se odnose na tržište kapitala.

⁹⁹¹ Tako i u njemačkom pravu ugovor o delegaciji nije kodificirani u okviru BGB-a. Vidi: Becker, J. C., *Das Vertragsstatut der Outsourcing-Vereinbarung*, Hamburg, 2010., str. 19.

⁹⁹² Tako i Becker, J. C., op. cit. u bilj. 991., str. 20.

⁹⁹³ Više o tomu u Becker, J. C., op. cit. u bilj. 991., str. 21 i dalje.

⁹⁹⁴ O zahtjevu trajnosti obavljanja kao bitnom elementu ugovora o delegaciji vidi: Becker, J. C., op. cit. u bilj. 991., str. 5.

⁹⁹⁵ Becker, J. C., op. cit. u bilj. 991., str. 5.

⁹⁹⁶ To znači da osoba kojoj se delegiraju određeni poslovi mora u gospodarskom smislu biti neovisna, tj. mora zadovoljiti uvjet da vodi vlastito poduzeće. Kod delegacije poslova općenito se javlja u tom smislu pitanje hoće li se tada smatrati delegacijom poslova kada društvo majka prenese određene poslove na društvo kćer u okviru koncerna, gdje iako društvo kćer ima pravnu samostalnost, gospodarski je ovisno o društvu majci. Odgovor je pozitivan. Smatrat će se da je sklopljen ugovor o delegaciji poslova iako je sklopljen između društva majke i o njoj ovisnog društva kćeri. No, u tom slučaju će se raditi, o tzv. unutarnjoj delegaciji poslova, koja se označava kao nepravna delegacija poslova. Becker u tom smislu ističe praksu unutar koncerna, posebice gdje postoji više društava kćeri, da društva majke osnivaju društvo kćer na koje tada druga društva u koncernu delegiraju obavljanje točno određenih poslova. Cilj je takve prakse primarno smanjenje troškova koje nosi pravi *outsourcing*, tj. prava delegacija poslova, iako se time ujedno gubi i najveća prednost delegacije poslova, a to je korištenje usluge specijaliziranog stručnjaka za obavljanje točno određenih poslova. Više o tome u: Becker, J. C., op. cit. u bilj. 991., str. 17-19.

⁹⁹⁷ Isto i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 302.

⁹⁹⁸ Vidi čl. 226. st. 2. ZOIFJP-a. Međutim, i u slučaju nužne delegacije, određeni uvjeti moraju biti zadovoljeni da bi depozitar mogao delegirati poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda na treće osobe. Ti su uvjeti da: a) to zahtijeva i u mjeri do koje to zahtijeva propis treće države; b) nema lokalnih subjekata koji zadovoljavaju uvjete za delegiranje iz čl. 226. st. 1. ZOIFJP-a; c) ulagatelji u UCITS fond prije ulaganja su uredno informirani o tome delegiranju i pravnim ograničenjima na snazi u trećoj državi te o okolnostima koje opravdavaju to delegiranje; te d) društvo za upravljanje uputilo je depozitara da delegira poslove skrbništva takvih financijskih instrumenata tome lokalnom subjektu. Isti su uvjeti za nužnu delegaciju predviđeni i u čl. 22.a st. 3. UCITS V Direktive. Pri tomu je u UCITS V Direktivi postavljen dodatni uvjet, a to je da depozitar mora obavijestiti

poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda samo ako su kumulativno ispunjeni uvjeti za delegaciju prema čl. 226. st. 1. ZOIFJP-a.⁹⁹⁹

Depozitar je dužan nadzirati obavljanje delegiranih poslova te osigurati da poddepozitar kontinuirano zadovoljava uvjete iz čl. 226. st. 1. ZOIFJP-a.¹⁰⁰⁰ S obzirom na važnost odredbe, ističemo obvezu da depozitar dokaže da će poddepozitar odvajati zasebnu imovinu UCITS fonda od vlastite imovine na način da se ona „u bilo kojem trenutku može jasno i nedvojbeno identificirati.“¹⁰⁰¹ Svrha ove odredbe jest zaštititi financijske instrumente i ostalu imovinu UCITS fonda od insolventnosti poddepozitara.¹⁰⁰² Tako i UCITS V Direktiva predviđa da je delegacija poslova skrbništva moguća pod uvjetom da depozitar poduzima sve potrebne mjere kojima bi se spriječilo da se u slučaju insolventnosti poddepozitara njegovi vjerovnici namire na zasebnoj imovini UCITS fonda.¹⁰⁰³

Pri provedbi nadzora nad poddepozitarom, depozitar je dužan provjeravati vodi li i ažurira poddepozitar evidencije i račune na kojima je pohranjena zasebna imovina UCITS fonda tako da se može nedvojbeno razlučiti od drugih imovina, te provodi li poddepozitar odgovarajuće mjere za smanjenje rizika gubitka ili umanjenja financijskih instrumenata UCITS fonda, a koji bi bili rezultat prijevare, neadekvatnog vođenja evidencija ili nemara poddepozitara.¹⁰⁰⁴

ulagatelje UCITS fonda i o rizicima koji su povezani s takvim delegiranjem. *De lege ferenda*, hrvatski će zakonodavac morati s time nadopuniti uvjete za nužnu delegaciju radi usklađivanja s UCITS V Direktivom.

⁹⁹⁹ Tako čl. 226. st. 1. ZOIFJP-a propisuje da kumulativno moraju biti ispunjeni sljedeći uvjeti: a) poslovi i dužnosti se ne delegiraju kako bi se izbjegle obveze i zahtjevi predviđeni ZOIFJP-om; b) delegiranje se provodi iz objektivnih razloga i isključivo radi povećanja učinkovitosti obavljanja tih poslova i dužnosti; c) depozitar mora dokazati da je treća osoba izabrana primjenom dužne pažnje i da će depozitar u svako doba dužnom pažnjom i učinkovito nadzirati obavljanje delegiranih poslova; d) depozitar mora dokazati da treća osoba ispunjava i da će za trajanja ugovora o delegiranju kontinuirano ispunjavati sljedeće uvjete: da ima uređeno unutarnje ustrojstvo te iskustvo potrebno i primjereno prirodi i složenosti imovine UCITS fonda koja mu je povjerena na pohranu u skladu s odredbama članka 217. ZOIFJP-a, da se radi o osobi koja podliježe bonitetnom nadzoru i nadzoru prema odredbama mjerodavnog prava (uključujući zahtjeve o adekvatnosti kapitala), i to u odnosu na delegiranje poslova skrbništva iz članka 217. ZOIFJP-a, da se radi o osobi nad kojom se redovito periodički provodi neovisna vanjska revizija kako bi se osiguralo i potvrdilo da je osoba u posjedu i/ili ima nadzor nad financijskim instrumentima koji su joj povjereni na skrbništvo, a u odnosu na delegiranje poslova skrbništva iz članka 217. ZOIFJP-a, da odvaja imovinu klijenata depozitara od vlastite imovine tako da se u bilo kojem trenutku može jasno i nedvojbeno identificirati i utvrditi koja imovina pripada klijentima toga depozitara, da bez suglasnosti društva za upravljanje i prethodnog obavješćavanja depozitara ne smije raspolagati imovinom koja je povjerena na pohranu, te da udovoljava obvezama i zabranama iz članaka 218. i 219. ZOIFJP-a.

¹⁰⁰⁰ Čl. 22. st. 3. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda propisuje da je depozitar u tu svrhu dužan nadzirati da poddepozitar obavlja delegirane poslove u skladu s odredbama ZOIFJP-a, provedbenih propisa, pravila struke te pažnjom dobrog stručnjaka.

¹⁰⁰¹ Čl. 226. st. 1.d ZOIFJP-a.

¹⁰⁰² Tako je izrijeком određeno u čl. 23. st. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Ako propisi države u kojoj poddepozitar ima sjedište ne priznaje učinke odvajanja imovine u slučaju insolventnosti poddepozitara, prema navedenome članku, „*depozitar će procijeniti koje dodatne mjere je potrebno uspostaviti kako bi se smanjio rizik od gubitka i održala adekvatna razina zaštite.*“

¹⁰⁰³ Čl. 22.a st. 3.d. UCITS V Direktive.

¹⁰⁰⁴ Čl. 23. st. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

Ako depozitar pri obavljanju poslova nadzora utvrdi da zahtjev odvojenosti zasebne imovine UCITS fonda od imovine poddepozitara nije dovoljno učinkovito proveden zbog pravnih propisa države u kojoj poddepozitar ima sjedište, dužan je o tomu bez odgode obavijestiti društvo za upravljanje.¹⁰⁰⁵ Pored obavijesti,¹⁰⁰⁶ najučinkovitiji mehanizam zaštite jest da, kada poddepozitar više ne udovoljava uvjetima za delegiranje poslova pohrane prema ZOIFJP-u i provedbenim propisima, depozitar iskoristi svoje pravo raskida ugovora o delegaciji.¹⁰⁰⁷ Smatramo da valja tumačiti da je depozitar dužan raskinuti ugovor o delegaciji poslova pohrane kada god je to u interesu ulagatelja, pod uvjetom da se radi o dobrovoljnoj delegaciji.

Iako ZOIFJP spominje da je depozitar dužan dokazati ispunjenje uvjeta iz čl. 226. st. 1. ZOIFJP-a, valja napomenuti da depozitaru nije potrebna suglasnost HANFE za delegaciju poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda.¹⁰⁰⁸ No, nakon delegacije, depozitar je dužan o tome obavijestiti HANFU,¹⁰⁰⁹ a u prospektu i ključnim podacima za ulagatelje mora navesti i podatke iz čl. 229. ZOIFJP-a, u okviru čega se ističe opis rizika koje delegacija može imati na imovinu UCITS fonda.¹⁰¹⁰ HANFA je ovlaštena nadzirati poddepozitare u opsegu u

¹⁰⁰⁵ Čl. 22. st. 2. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda. Dodatne obveze depozitara su da procijeni pravni sustav države u kojoj poddepozitar ima sjedište, kako bi adekvatno procijenio rizike vezane uz pohranu zasebne imovine UCITS fonda. Zatim je dužan procijeniti i jesu li organizacijska struktura, iskustvo, procedure i sustavi interne kontrole poddepozitara primjereni da bi se osigurala visoka razina zaštite financijskih instrumenata UCITS fonda, kao i osigurati da poddepozitar zadovoljava organizacijske i tehničke uvjete za obavljanje poslova depozitara. Uz to je dužan procijeniti i financijsku stabilnost i ugled poddepozitara.

¹⁰⁰⁶ Obavijest sama po sebi može poslužiti tek kao temelj za radnje društva za upravljanje. Tako smatramo da valja tumačiti, primjerice u slučaju nužne delegacije, da je društvo za upravljanje, nakon što zaprimi obavijest depozitara o neadekvatnom odvajanju zasebne imovine UCITS fonda od imovine poddepozitara, dužno postupiti u interesu ulagatelja, što ovisno o konkretnom slučaju, može značiti i prodati financijske instrumente koji se drže kod lokalnog skrbnika, tj. poddepozitara. Time bi se mogao spriječiti nastanak štete do koje bi došlo ako bi se tako pohranjena zasebna imovina UCITS fonda izgubila kao posljedica, što pravo države u kojoj poddepozitar ima sjedište, ne priznaje učinke odvajanja imovine u slučaju insolventnosti poddepozitara, kao i u slučaju potraživanja vjerovnika poddepozitara kojima bi bilo dopušteno namiriti se na imovini koja pripada zasebnoj imovini UCITS fonda.

¹⁰⁰⁷ Vidi čl. 22. st. 6. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

¹⁰⁰⁸ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 307. Za usporedbu, društvu za upravljanje potrebna je suglasnost HANFE za delegaciju njegovih poslova (čl. 64. st. 1. ZOIFJP). Stoga će se dokazivanje u biti odnositi na slučaj kada ga ulagatelji pozovu na odgovornost.

¹⁰⁰⁹ Čl. 227. st. 1. ZOIFJP-a propisuje da je depozitar bez odgađanja dužan HANFI dostaviti sve ugovore koje je sklopio s trećim osobama, te popis svih trećih osoba s kojima je sklopio ugovor o delegiranju, najkasnije do 10. veljače svake godine.

¹⁰¹⁰ O analizi rizika koji su navedeni u prospektima hrvatskih UCITS fondova, vidi više u poglavlju 3.3.1.1.3. Također, na internetskim stranicama društva za upravljanje mora biti naznačen popis svih trećih osoba s kojima depozitar ima sklopljen ugovor o delegiranju poslova pohrane (čl. 60. st. 1. t. 6. ZOIFJP). Prospekt UCITS fonda mora sadržavati izjavu depozitara o tome namjerava li poslove depozitara obavljati samostalno ili će dio njih delegirati na treće osobe (čl. 183.c t. 34. ZOIFJP), a u slučaju da je depozitar delegirao poslove pohrane, mora navesti popis svih trećih osoba s kojima ima sklopljen ugovor o delegiranju poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda (čl. 183.c t. 35. ZOIFJP). Međutim, delegacija poslova depozitara ne smatra se bitnom izmjenom prospekta. Vidi više u Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 307.

kojemu su na njih delegirani poslovi pohrane.¹⁰¹¹ Utvrdi li HANFA da depozitar ili poddepozitar ne provode svoje obveze sukladno odredbama ZOIFJP-a o delegaciji poslova pohrane, temeljem čl. 356. st. 1. t. 5. ovlaštena je narediti depozitaru da promijeni poddepozitara.

Upitnim smatramo rješenje iz čl. 226. st. 1.d ZOIFJP-a, prema kojemu poddepozitar „*bez suglasnosti društva za upravljanje i prethodnog obavješćavanja depozitara ne smije raspolagati imovinom koja je povjerena na pohranu.*“ Ovakvo je rješenje u suprotnosti s čl. 218. st. 4. ZOIFJP-a, prema kojemu depozitar i poddepozitari iz čl. 226. ZOIFJP-a ne smiju koristiti zasebnu imovinu UCITS fonda za svoj ili tuđi račun, osim u korist ulagatelja.¹⁰¹² Kao što je već spomenuto,¹⁰¹³ u praksi se opisano rješenje tumači kao dopuštenje poddepozitaru da namiruje svoju naknadu za obavljene poslove izravno iz zasebne imovine UCITS fonda. U svakom slučaju, smatramo da valja tumačiti da poddepozitar može koristiti zasebnu imovinu UCITS fonda u opsegu u kojemu time ne povrjeđuje čl. 218. st. 4. ZOIFJP-a. Drugim riječima, smatramo da je pravo poddepozitara da raspolaže zasebnom imovinom UCITS fonda ograničeno na pravo raspolaganja novčanim sredstvima i tzv. ostalom imovinom UCITS fonda koji su izostavljeni iz zabrane raspolaganja u čl. 218. st. 4. ZOIFJP-a. Pri tome, smatramo da valja tumačiti da je poddepozitaru potrebna suglasnost društva za upravljanje, uz prethodno obavješćavanje depozitara, da bi mogao raspolagati novčanim sredstvima UCITS fonda.

Tumači li se čl. 226. st. 1.d ZOIFJP-a na način da je poddepozitar ovlašten raspolagati zasebnom imovinom UCITS fonda uz suglasnost društva za upravljanje, to bi dovelo do svojevrzne delegacije poslova društva za upravljanje na poddepozitara, a čime bi se zaobišla suglasnost HANFE,¹⁰¹⁴ te ujedno postiglo da ista osoba obavlja poslove upravljanja i pohrane zasebne imovine UCITS fonda, što smatramo pravno neprihvatljivim. *De lege ferenda*, zakonodavac bi trebao raščistiti odnos između čl. 226. st. 1. t.d i čl. 218. st. 4. ZOIFJP-a kako bi osigurao što veću razinu zaštite nad zasebnom imovinom UCITS fonda od neovlaštenog raspolaganja društva za upravljanje i depozitara kroz njihove delegate.

U slučaju da depozitar postupi suprotno odredbama ZOIFJP-a o delegaciji poslova pohrane, odgovarat će ulagateljima UCITS fonda za takvu povredu temeljem pretpostavljene

¹⁰¹¹ Čl. 354. st. 6. ZOIFJP. O opsegu nadzora u odnosu na delegaciju poslova depozitara na inozemne subjekte vidi više u Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 308 i dalje.

¹⁰¹² O tomu je rečeno više u poglavlju 3.3.1.4.

¹⁰¹³ Vidi u poglavlju 2.2.

¹⁰¹⁴ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 304.

krivnje. Pored toga, zakonodavac je uvrstio povredu depozitara da delegira poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda sukladno čl. 226. ZOIFJP-a među teže prekršaje depozitara.¹⁰¹⁵

Kao najveći regulatorni rizik vezano uz delegaciju poslova pohrane, prepoznat je gubitak financijskih instrumenata UCITS fonda i druge imovine UCITS fonda koja se drži u pohrani kod poddepozitara. To može biti posljedica neučinkovitog odvajanja zasebne imovine UCITS fonda od imovine poddepozitara i imovine drugih klijenata poddepozitara. Upravo zbog navedenoga regulatornog rizika naglašava se obveza depozitara da nadzire i osigurava da poddepozitar učinkovito provodi zahtjev odvojenosti financijskih instrumenata i druge imovine UCITS fonda od imovine poddepozitara i drugih osoba.

Poseban rizik za ulagatelje UCITS fonda pojavljuje se i kada su poddepozitar i društvo za upravljanje dio iste financijske grupe ili ako društvo za upravljanje i depozitar delegiraju poslove na istu osobu, a vezano uz isti UCITS fond. Vezano uz prvi spomenuti rizik, hrvatski zakonodavac je u čl. 32. st. 3 ZOIFJP-a izrijekom propisao da društvo za upravljanje ne smije imati dionice ili udjele u poddepozitaru na kojega je depozitar delegirao poslove pohrane UCITS fonda. Međutim, time se nije otklonio rizik da depozitar, poddepozitari i društvo za upravljanje pripadaju istoj financijskoj grupi. Depozitar može osnovati društvo za upravljanje ili imati dionice, odnosno udjele u njemu, te istovremeno biti korporativno povezan s poddepozitarom. U takvim slučajevima će i dalje postojati rizik korporativne povezanosti društva za upravljanje i depozitara, odnosno poddepozitara, a na štetu ulagatelja.

Rizik da društvo za upravljanje i depozitar delegiraju svoje poslove na istu osobu izdvaja se kao najviši rizik koji narušava interese ulagatelja u okviru investicijskog posla. ZOIFJP ne isključuje izrijekom mogućnost da depozitar i društvo za upravljanje delegiraju poslove na istu osobu. Međutim, to je izrijekom učinjeno u Pravilniku o delegiranju poslova društva za upravljanje UCITS fondom,¹⁰¹⁶ koji propisuje u čl. 6. st. 4. da društvo za upravljanje ne može delegirati poslove upravljanja UCITS fondom na „*depozitara ili treću osobu na koju je depozitar delegirao svoje poslove*“.¹⁰¹⁷ *De lege ferenda*, smatramo da bi odredba takvog sadržaja trebala biti uvrštena i u ZOIFJP. Delegiranje poslova depozitara na društvo za upravljanje ili na njegove delegate nije izrijekom zabranjeno, ali smatramo da bi drukčije tumačenje bilo suprotno čl. 9. st. 4. navedenoga Pravilnika. Dakle, društvo za upravljanje i depozitar ne mogu delegirati poslove na istu osobu što smatramo iznimno bitnim korakom u

¹⁰¹⁵ Vidi čl. 380. st. 1. t. 13. ZOIFJP-a.

¹⁰¹⁶ NN 100/13, 88/14.

¹⁰¹⁷ Isto je predvidio i njemački zakonodavac u § 36. st. 3. t. 1. KAGB-a. Također vidi Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 306.

sprječavanju zaobilaženja pravila o podjeli poslova između društva za upravljanje i depozitara, a što se u okviru investicijskog trokuta smatra temeljnim zaštitnim mehanizmom ulagatelja UCITS fonda.

4. ODGOVORNOST DEPOZITARA I INSTRUMENTI ZAŠTITE ULAGATELJA U INVESTICIJSKOM TROKUTU

Depozitar se obvezuje obavljati poslove depozitara sklapanjem ugovora o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda s društvom za upravljanje.¹⁰¹⁸ Depozitar snosi odgovornost za povredu preuzetih obveza. Specifičnost odgovornosti depozitara ogleda se u tome što osim prema društvu za upravljanje, koji je ugovorna strana depozitara, depozitar snosi odgovornost i prema ulagateljima UCITS fonda za koje obavlja poslove depozitara. Ako šteta nastane na zasebnoj imovini UCITS fonda, nastala je i samim ulagateljima, što jasno proizlazi iz stvarnopravnog određenja zasebne imovine UCITS fonda gdje se ulagatelji javljaju kao suovlaštenici „na stvarima, pravima i tražbinama koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini UCITS fonda.“¹⁰¹⁹ Također, depozitar će odgovarati i za pojedinačno prouzročenu štetu ulagateljima ukoliko bi takva nastala.

Važnost uloge depozitara koji pohranjuje zasebnu imovinu UCITS fonda prepoznaje se i jasno naglašava u UCITS V Direktivi kojom EU zakonodavac nastoji podignuti razinu zaštite ulagatelja UCITS fonda. Posebice su uočeni rizici gubitka ili umanjjenja vrijednosti pohranjene zasebne imovine UCITS fonda kao posljedica depozitarevih propusta u obavljanju poslova pohrane. Stoga je primarno stavljen naglasak na regulaciju pohrane zasebne imovine UCITS fonda,¹⁰²⁰ u okviru čega se ističe pohrana financijskih instrumenata UCITS fonda koje je depozitar dužan držati u skrbništvu, i nad kojima ostvaruje najviši stupanj kontrole. Što je širi krug financijskih instrumenata koje je depozitar dužan držati u skrbništvu to je jača komponenta strože, objektivne odgovornosti depozitara ako dođe do gubitka tih financijskih instrumenata. Ako se to dogodi, postoji depozitareva obveza da vrati izgubljene financijske instrumente, odnosno istu vrstu i količinu ili da uplati odgovarajući iznos novčanih sredstava u zasebnu imovinu UCITS fonda.

Analizirat će se usvojena rješenja o odgovornosti depozitara iz ZOIFJP-a u odnosu na UCITS V Direktivu. Također, usporedit će se režim odgovornosti depozitara iz ZOIFJP-a s rješenjima iz AIFM Direktive, s obzirom na to da je razvoj regulacije depozitara UCITS fondova i alternativnih investicijskih fondova usko povezan na EU razini, a što se odražava i u rješenjima hrvatskoga zakonodavca.

U nastavku će se analizirati razvoj odgovornosti depozitara na razini prava EU-a i hrvatskoga prava te osnova odgovornosti depozitara prema ulagateljima kako je propisana

¹⁰¹⁸ Vidi više u poglavlju 2.2.

¹⁰¹⁹ Čl. 88. st. 4. ZOIFJP.

¹⁰²⁰ Vidi više u poglavlju 3.3.1.

odredbama ZOIFJP-a i provedbenim propisima. Nakon toga, pristupit će se analizi pravnih mehanizama koji su ulagateljima na raspolaganju u slučajevima kada depozitar prouzroči štetu zbog povreda svojih obveza.

S obzirom na to da se položaj ulagatelja u okviru investicijskog trokuta može odrediti samo ako se u analizu uključi i odnos ulagatelja prema društvu za upravljanje, na kraju će se analizirati i pravni mehanizmi kojima ulagatelji mogu ostvarivati svoja prava prema društvu za upravljanje s naglaskom na ulogu koju pri tome ima depozitar u okviru svoje obveze da djeluje u interesu ulagatelja.

4.1. Razvoj odgovornosti depozitara UCITS fondova u pravnim izvorima Europske unije i Republike Hrvatske

Razvoj odgovornosti depozitara UCITS fondova u pravnim izvorima na EU razini možemo pratiti od 1985. godine kada je donesena UCITS I Direktiva kada je EU zakonodavac prvi puta regulirao UCITS fondove. UCITS I Direktiva u čl. 9. propisivala je: „*A depositary shall, in accordance with the national law of the State in which the management company's registered office is situated, be liable to the management company and the unit-holders for any loss suffered by them as a result of its unjustifiable failure to perform its obligations or its improper performance of them.*” Jednako zadržano je u čl. 24. važeće UCITS IV Direktive.

Iz redakcije ove odredbe jasno je da je pitanje odgovornosti zaključno s UCITS IV Direktivom ostavljeno u nadležnosti nacionalnih zakonodavstava. U studiji koju je CESR proveo u siječnju 2010. godine, prikazano je kako su države članice EU-a usvojile različite režime odgovornosti depozitara.¹⁰²¹ Pri tomu neke države članice nisu izrijeком regulirale pitanje odgovornosti depozitara UCITS fondova, već je supsidijarno primjenjivan opći režim građanskopravne odgovornosti. Tako je u slučaju spora sud taj koji donosi konačnu odluku o osnovi odgovornosti depozitara ovisno o povredi i vrsti nastale štete. Studija je također pokazala da su države članice većinom usvojile režim subjektivne odgovornosti depozitara u slučaju povrede obveza pohrane zasebne imovine UCITS fonda, što uključuje i gubitak financijskih instrumenata UCITS fonda u skrbništvu, kao i drugih poslova depozitara.¹⁰²²

¹⁰²¹ Vidi Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries, op. cit. u bilj 565.

¹⁰²² Vezano uz terminologiju koja je korištena u studiji valja napomenuti da je o odgovornosti depozitara postavljeno pitanje ima li depozitar „*obligation of means*“ ili „*obligation of result*“. Radi se o terminologiji preuzetoj iz francuskog prava, prema kojemu su *obligation de moyens* (eng. *obligation of means*) i *obligation de résultat* (eng. *obligation of result*) dva osnovna tipa odgovornosti prema francuskom pravu. *Obligation de moyen* proizlazi iz čl. 1137. Code Civil (dernière modification: 6 août 2014.), prema kojemu vjerovnik mora dokazati da dužnik nije primijenio „*les soins raisonnables*“ (prije kolovoza 2014. koristio se izraz: „*le soins d'un bon pere de famille*“), odnosno dužna pažnja. Na engleski se još prevodi i kao „*duty of best efforts*“. Ovaj tip odgovornosti u

Recentni financijski skandali posebice slučaj Madoff¹⁰²³ u domeni UCITS fondova i Lehman Brothers¹⁰²⁴ u domeni AIF-ova pokazali su kako različit režim odgovornosti depozitara prisutan u državama članicama EU-a rezultira različitim razinama zaštite ulagatelja investicijskih fondova.¹⁰²⁵ S obzirom na to da su UCITS fondovi primarno namijenjeni malim ulagateljima, takvo se stanje ocijenilo neprihvatljivim, te je EU zakonodavac počeo provoditi korake prema ujednačavanju tog pitanja u državama članicama EU-a.¹⁰²⁶

U prvim javnim konzultacijama koje je Europska komisija provela 2009. godine o ulozi depozitara UCITS fonda, a prije sastavljanja Prijedloga UCITS V Direktive, ispitanici su se izjasnili da, iako je potrebno detaljnije urediti odgovornost depozitara u državama članicama,

hrvatskome pravu spada pod subjektivnu odgovornost, odnosno odgovornost temeljem krivnje. *Obligation de résultat* proizlazi iz čl. 1147. Code Civile, prema kojemu dužnik odgovara za izostanak ugovorenog rezultata, osim ako ne dokaže da je razlog neispunjenja vanjski događaj. Na engleski se još prevodi „*duty to achieve a specific result*“. Ovaj tip odgovornosti u hrvatskome pravu spada pod objektivnu odgovornost, odnosno odgovornost bez krivnje. Vidi: *Projet de Cadre Commun de Référence, Terminologie Contractuelle Commune*, vol. 6, Paris, 2008., str. 281 i dalje; Flour, J., Aubert, J.-C., Flour, Y., Savaux, É., *Droit Civil, Les obligations*, 3. Le rapport d'obligation, Paris, 2006., str. 147 i dalje. O utjecaju *obligation de résultat* koje je francuski zakonodavac usvojio za odgovornost depozitara u slučaju gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda na rješenja o odgovornosti depozitara sadržana prvo u Prijedlogu UCITS V Direktive, a zatim i u usvojenoj UCITS V Direktivi bit će više rečeno u poglavlju 4.2.2.

¹⁰²³ Financijski skandal Madoff često se označava kao najveća financijska prijevara svih vremena, a koju je poduzeo Bernie Madoff koristeći se tehnikom, tzv. Ponzi sheme kojom je ukradeno preko 60 milijuna američkih dolara. Na tu temu napisan je čitav niz članaka i knjiga od kojih izdvajamo sljedeće: Oppenheimer, J., *Madoff with the Money*, New Jersey, 2009.; Kirtzman, A., *Betrayal, The Life and Lies of Bernie Madoff*, New York, 2009.; Edelbacher, M., Theil, M., *Financial Crimes: A Global Threat*, u Edelbacher, M., Kratoski, P., Theil, M. (ur.), *Financial Crimes, A Threat to Global Security*, Boca Raton, 2012.; Markopolos, H., *No one would listen, A True Financial Thriller*, New Jersey, 2010.; LeBor, A., *How America fell for Bernard Madoff's \$65 billion investment scam*, London, 2009.; Henriques, A. B., *Bernie Madoff the Wizard of Lies*, New York, 2011.; Arvedlund, E., *The Rise and Fall of Bernie Madoff, Too Good to Be True*, New York, 2011.; Čulinović-Herc, E., Grković, N., Stečajne i parnične implikacije financijskog skandala Madoff na primjeru Maxam fonda i Thema SICAV UCITS fonda, u Garašić, J. (ur.), *Europsko građansko pravo*, Zagreb, 2013.

¹⁰²⁴ Lehman Brothers bilo je globalno investicijsko društvo koje je pružalo razne investicijske usluge. Stečaj ovog velikog financijskog diva smatra se okidačem financijske krize iz 2008. godine. U brojnim parnicama koje su pokrenute protiv Lehman Brothersa, i to pred sudovima više država članica EU-a kao što su Italija, Belgija, Njemačka, Španjolska, Francuska i dr., većinom se tužilo za davanje zavaravajućih i lažnih financijskih izvjava i izvještaja. Često se citirala izvjava jednog financijskih stručnjaka „*Financial statements may be materially misleading even when they do not violate GAAP*“. Vidi: Rora, C. G. L., *Investor Protection after the Lehman Brothers Case*, magistrski rad, Firenca, 2011., str. 20 i dalje. Također vidi: Capek, S., *Der Anlegererschutz in Deutschland: Welche Rechte haben geschädigte Anleger von Lehman Brothers Zertifikaten?*, Hamburg, 2010.; Godwin, A., *The Lehman minibonds crisis in Hong Kong: Lessons for plain language risk disclosure*, *University of New South Wales Law Journal*, 32 (2), 2009.; Henry, B., *The impact of Lehman*, *International Financial Law Review*, 28, 2009.

¹⁰²⁵ To se izrijekom spominje i u t. 1. 1. Explanatory Memoranduma Prijedloga UCITS V Direktive. Također, vidi općenito Čulinović-Herc, E., Grković, N., op. cit. u bilj. 981.

¹⁰²⁶ Tako je 2.7.2009. godine, provedena prva javna konzultacija među udrugama potrošača, nadležnim javnim tijelima država članica i sudionicima tržišta kapitala, čiji su rezultati objavljeni u: *Summary of responses to UCITS depositaries consultation paper*, op. cit. u bilj. 574.. Europska komisija provela je i drugu javnu konzultaciju 14. prosinca 2010. godine. Vidi: *Consultation Paper on the UCITS depositary function and on the UCITS managers remuneration*, op. cit. u bilj. 737. Druga javna konzultacija pored uloge depozitara, obuhvaćala je i pitanje renumeracije društva za upravljanje UCITS fondova. Valja napomenuti da je ova konzultacija bila otvorena za javnost samo 8 tjedana. Obrazloženje dano za kratkoću vremena jest cilj da se što prije podnese tekst prijedloga UCITS V Direktive. Kratak sažetak odgovora dobiven drugom javnom konzultacijom vidi na: *European Commission, Feedback on public consultation on the UCITS V*, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/ucits/summary_of_responses_en.pdf (7. 4. 2014).

uvođenje strože odgovornosti depozitara može imati negativne posljedice za fondovsku „industriju“. Ispitanici su smatrali da uvođenje strože odgovornosti depozitara može rezultirati povećanim troškovima u pružanju usluge depozitara, pri čemu se novonastale troškove može podijeliti u dvije vrste: troškovi povezani s obvezom vraćanja financijskih instrumenata pohranjenih u skrbništvu i troškovi povezani s većim kapitalnim zahtjevima (primjerice povećanje jamstvenog kapitala zbog povećane kreditne izloženosti) koji su posljedica potrebe pokrivanja troškova povezanih s obvezom vraćanja izgubljenih financijskih instrumenata u skrbništvu. Ti bi se povećani troškovi u konačnici prelili na ulagatelje UCITS fonda.¹⁰²⁷

Povezano s time, sudionici su istaknuli i problem koncentracije u industriji depozitara. Uvođenjem strože odgovornosti depozitara, „manji“ depozitari više neće moći ispunjavati uvjete za obavljanje poslova depozitara UCITS fonda, a da pritom zadrže visinu naknade za obavljene poslove s kojom bi bili kompetitivni na tržištu. To bi dovelo do toga da se poslovi depozitara koncentriraju na globalne skrbnike koji bi jedini bili u stanju pokriti povećane troškove obavljanja djelatnosti depozitara.

Oba su argumenta ocijenjena vrlo značajnima te je Europskakomisija uložila najveći napor upravo u ispitivanje njihove opravdanosti.

U *Impact Assessmentu*¹⁰²⁸ kojeg je Europska komisija objavila zajedno s Prijedlogom UCITS V Direktive, istaknuto je čak sedam argumenata kojima se pobijaju argumenti o utjecaju uvođenja strože odgovornosti depozitara na povećanje njegovih troškova u obavljanju djelatnosti. Kao prvo, navodi se da predstavnici depozitara nisu uspješno dokazali vezu između strože odgovornosti depozitara i troškova depozitara. Kao primjer se navode depozitari sa sjedištem u Francuskoj. Iako oni, prema francuskom pravu odgovaraju po kriteriju objektivne odgovornosti (*obligation de résultat*) za izgubljene financijske instrumente fonda, njihove usluge nisu bile ništa skuplje u odnosu na druge depozitare u državama članicama EU-a koji odgovaraju po kriteriju subjektivne odgovornosti (*negligence liability*).¹⁰²⁹ Kao drugo, usporedbom naknada depozitara ovisno o vrsti fondova, zaključuje se da je naknada depozitara viša za one fondove koji ulažu u više različitih kategorija imovina (*asset class*), što ima za posljedicu povećanje troškova njihove pohrane, ali se takvo povećanje troškova ne može dovesti u vezu s režimom odgovornosti depozitara. Kao treće, na argument da će uvođenje strože odgovornosti depozitara dovesti do koncentracije na tržištu

¹⁰²⁷ Također, smatrali su da će se, u slučaju da se prihvati zahtjev da je depozitar dužan vratiti izgubljene financijske instrumente UCITS fondu bez odgode, depozitaru nametnuti uloga „osiguratelja“, što nije u skladu s ulogom depozitara, te je ujedno ocijenjeno neodrživim zahtjevom na strani depozitara. Vidi Summary of responses to UCITS depositaries consultation paper, op. cit. u bilj. 574., str. 17.

¹⁰²⁸ Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str.

¹⁰²⁹ Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 39.

depozitarnih usluga, iznosi se tvrdnja da je do toga već i došlo te da to ne ovisi o uvođenju strože odgovornosti depozitara.¹⁰³⁰ Povezano s time, u iduća dva argumenta Europske komisije izlaže se da je nuđenje depozitarnih usluga u paketu (tzv. „*fully integrated packages*“, odnosno nuđenje depozitarne usluge zajedno s ostalim uslugama za fondove) eliminatoran kriterij za male depozitare koji ne mogu pokriti tako široki spektar pružanja usluga.¹⁰³¹ Kao šesti argument, navodi se da depozitari neće pribjeći prelijevanju eventualnih dodatnih troškove na ulagatelje, i to jer bi time izgubili tržišnu kompetitivnost u odnosu na druge takmace.¹⁰³² Kao sedmo, argumentira se da uvođenje strože odgovornosti depozitara neće utjecati na povećavanje jamstvenog kapitala zbog kreditne izloženosti jer financijski instrumenti koje depozitar drži u skrbništvu, neovisno o tome je li posao njihove pohrane delegiran ili ne, nisu uključeni u izračun kreditne izloženosti.¹⁰³³ Slijedom navedenoga, Europska komisija ukazala je da je argument o povećanju troškova depozitara zbog uvođenja strože odgovornosti depozitara UCITS fonda neutemeljen. Time je pobijen najjači argument predstavnika depozitara protiv uvođenja strožeg režima odgovornosti depozitara UCITS fonda.

Dodatno, iako u konačnici nisu usvojeni, ispitanici su u prvim javnim konzultacijama iznijeli neke zanimljive alternativne prijedloge kojima bi se povećalo razinu zaštite zasebne imovine UCITS fonda u odnosu na depozitara. Ističemo prijedlog uvođenja bezuvjetne odgovornosti depozitara (*unconditional liability*) za pohranjenu zasebnu imovinu UCITS fonda u slučajevima kada su depozitar i poddepozitar (korporativno) povezani.¹⁰³⁴ Smatramo da bi se ovim prijedlogom izravno riješilo neke od rizika koji se javljaju zbog korporativne povezanosti društva za upravljanje, depozitara i poddepozitara, odnosno kada ovi subjekti pripadaju istoj financijskoj grupi. To se posebice odnosi na rizik da društvo za upravljanje i depozitar delegiraju svoje poslove istoj osobi koja je dio iste financijske grupe, te da kroz nedovoljno jasna pravila o delegaciji i odgovornosti za delegirane poslove, izbjegnu odgovornost i prebace je na delegata. Radi se o tipičnom primjeru prebacivanja odgovornosti do koje dolazi u okviru korporativno povezanih društava, što smatramo neprihvatljivim s

¹⁰³⁰ Tako se navodi da već sada postoji deset najvećih globalnih skrbnika koji koncentriraju usluge pohrane na tržištu kapitala. To su: BNP Paribas, BNY Mellon, Brown Brothers Harriman, CITI HSBS Securities Services, JP Morgan, Northern Trust, RBC Dexia, SGSS i State Street. Vidi Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 12. Uvidom u prospekte društava za upravljanje UCITS fondovima sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, kao poddepozitari izrijeком se navode i inozemna društva, ali ne i gore nabrojani globalni skrbnici.

¹⁰³¹ Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 39-40.

¹⁰³² Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 40.

¹⁰³³ Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 40.

¹⁰³⁴ Vidi Summary of responses to UCITS depositaries consultation paper, op. cit. u bilj. 574., str. 18.

aspekta zaštite ulagatelja UCITS fondova. Međutim, također smatramo da se društva ne smiju „kazniti“ jer su povezana te da se korporativno povezivanje ne smije izjednačavati s prijevarnim ponašanjem. Prijevarnu namjeru uvijek treba posebno dokazati. U tom smislu, podupiremo smjer EU zakonodavca koji je naglasak stavio na definiranje uvjeta po kojima se može izvršiti delegacija poslova pohrane depozitara, te na odgovornost depozitara za delegirane poslove.

Uz to, zanimljiv je i prijedlog ispitanika da se nelikvidnu imovinu UCITS fonda (koja je primjerice privremeno nedostupna zbog otvorenog stečajnog postupka nad poddepozitarom) izdvoji na zaseban račun, tzv. *side pocket account*,¹⁰³⁵ koju bi depozitar, čim tako pohranjena imovina postane likvidna, vratio na račun UCITS fonda. *Prima facie*, ovakav prijedlog izgleda prihvatljiv. Međutim, tehnika izdvajanja dijela imovine na *side pocket account*,¹⁰³⁶ znači da bi društvo za upravljanje moglo usvojiti drukčija pravila vezana uz ostvarivanje prihoda i njegove distribucije temeljem imovine pohranjene na takvom računu i to ovisno o trenutku kada je ulagatelj pristupio UCITS fondu. Time bi se također postigao i različiti režim otkupa udjela UCITS fonda za pojedine ulagatelje. Iako je ova tehnika prihvatljiva za *hedge* fondove, EU zakonodavac je s pravom odbio tu mogućnost za ulagatelje UCITS fonda. Razlog je svakako što se mahom radi o malim ulagateljima, koji u pravilu nemaju dovoljno stručnih znanja kao što se može očekivati od ulagatelja *hedge* fondova.

¹⁰³⁵ Vidi Summary of responses to UCITS depositaries consultation paper, op. cit. u bilj. 574., str. 18.

¹⁰³⁶ Investicijska tehnika izdvajanja određene imovine investicijskog fonda na zaseban račun, tzv. *side pocket account*, razvila se u okviru *hedge* fondova. Primarno se radi o nelikvidnoj imovini kao što su financijski instrumenti kojima se ne može trgovati na uređenom tržištu, primjerice dionice neuvrštenih dioničkih društava, udjeli određenih investicijskih fondova i dr. Izdvajanjem na zaseban račun i usvajanjem posebne tehnike ulaganja u imovinu koja se pohranjuje na tom računu, *hedge* fond menadžeri uspjeli su postići da nelikvidnost i vrijednost tako pohranjene imovine ne utječe na opći uspjeh, tj. *performance* fonda. Dobit i gubitak na tako pohranjenoj imovini dijeli se između postojećih, te čak i prijašnjih ulagatelja, ali ne i novih ulagatelja. Razlog tomu jest što se vrijednost te nelikvidne imovine može postići tek njenom prodajom, a pri donošenju odluke o ulaganju u tu imovinu menadžeri u pravilu u postotku vezuju dio uloženog kapitala ulagatelja s dijelom uloženog u nelikvidnu imovinu. Stoga kada se nelikvidna imovina oslobodi, tj. proda, dio ostvarenog će se isplatiti ulagateljima čijim se uloženim novčanim sredstvima kupilo nelikvidnu imovinu. Time se jasno očituje različiti režim ostvarivanja prihoda od takve imovine, te različiti režim pojedinih ulagatelja ovisno o trenutku kada su pristupili *hedge* fondu. Također, time se izravno utječe i na politiku otkupa udjela *hedge* fondova, kojom se postiže da se dio vrijednosti na koju pojedini ulagatelj ima pravo pri izlasku iz *hedge* fonda isplati naknadno i to kada se tržišni uvjeti promijene da je moguće ili povoljnije prodati takvu nelikvidnu imovinu *hedge* fonda. Vidi više u: Strachman, D. A., *The Fundamentals of Hedge Fund Management, How to Successfully Launch and Operate a Hedge Fund*, New Jersey, 2012., str. 63. i dalje; Zask, E., *All About Hedge Funds*, New York, 2013., str. 29. i dalje; Klebeck, U., *Liquidity Management and Side Pockets*, u Zetzsche, D. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds*, Kluwers Law International, 2012., str. 255 i dalje.

Nakon provedenih konzultacija, Europska komisija je analizirala četiri opcije za rješavanje odgovornosti depozitara UCITS fondova.¹⁰³⁷ Naposljetku se odlučila za četvrtu opciju koja je predstavljala najstroži režim odgovornosti depozitara u odnosu na ostale ponuđene opcije. Prema njoj se predviđa objektivna odgovornost (*strict liability, obligation de résultat*) depozitara u slučaju gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda pohranjenih u skrbništvo. To znači da je depozitar dužan vratiti sve izgubljene financijske instrumente u skrbništvu, odnosno istu vrstu i količinu ili je dužan uplatiti odgovarajući iznos novčanih sredstava bez nepotrebnog kašnjenja (*without undue delay*) u zasebnu imovinu UCITS fonda. Teret dokaza o odgovornosti depozitara nije na tužitelju, već bi depozitar, da bi se oslobodio odgovornosti, morao dokazivati da je do gubitka došlo zbog izvanrednog događaja izvan njegove kontrole (*external loss beyond its control*). U slučaju delegacije poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda, depozitar se ne bi mogao ugovorno osloboditi od svoje odgovornosti, neovisno o tome radi li se o dobrovoljnoj ili o nužnoj delegaciji poslova pohrane. Ova je opcija naposljetku i usvojena u UCITS V Direktivi.

Valja napomenuti da je tekst UCITS V Direktive, koji se odnosi na odgovornost depozitara, izrađen po uzoru na AIFM Direktivu,¹⁰³⁸ što proizlazi iz shvaćanja da su obveze depozitara po svom sadržaju jednake, posebice s tehničkog aspekta, neovisno o tome obavljaju li se za UCITS ili AIF.¹⁰³⁹ Međutim, s obzirom na to da su ulagatelji UCITS

¹⁰³⁷ Prva opcija koja se razmatrala predviđala je subjektivnu odgovornost depozitara (*negligence based standard*), u okviru čega bi depozitar odgovarao za gubitak financijskih instrumenata samo u slučaju „*unjustifiable failure to perform obligation*“ ili u slučaju „*improper performance*“. Teret dokaza da depozitar nije pravilno obavljao svoje poslove bio bi na tužitelju. U slučaju delegacije, primjenjivalo bi se opće pravilo o odgovornosti depozitara kako je predviđeno u čl. 22. st. 2. UCITS IV Direktive. Ova opcija nije usvojena, s obrazloženjem da se prema njoj i dalje dopušta da države članice zadrže različite režime odgovornosti depozitara, a što su Madoff i Lehman Brothers slučajevi jasno pokazali da ne pruža zadovoljavajuću razinu zaštite ulagatelja UCITS fonda. Druga opcija koja se razmatrala uvođila je objektivnu odgovornost (*strict liability*) prema kojoj bi depozitar bio dužan vratiti sve izgubljene financijske instrumente u skrbništvu depozitara, i to istog tipa (*identical type*) bez nepotrebnog kašnjenja (*without undue delay*). Teret dokaza nije na tužitelju, već je depozitar taj koji bi morao dokazivati da je do gubitka došlo zbog „*external loss beyond its control*“. U slučaju delegacije, depozitar ostaje odgovoran za vraćanje izgubljenih financijskih instrumenata UCITS fonda. Međutim, u ovoj je opciji ugovorno oslobodjenje od odgovornosti (*contractual discharge*) moguće i u slučaju nužne i u slučaju dobrovoljne delegacije poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda na poddepozitara. Valja napomenuti da ova opcija odgovara režimu odgovornosti depozitara alternativnih investicijskih fondova prema AIFM Direktivi. Treća opcija predviđa ista rješenja kao i razmatrana druga, osim što bi se depozitar mogao ugovorno osloboditi svoje odgovornosti jedino u slučaju nužne delegacije poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda na poddepozitara. Četvrta opcija razlikuje se od treće po tome što se depozitar ne bi mogao ni u kojem slučaju ugovorno osloboditi od odgovornosti u slučaju delegacije poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda na poddepozitara. Vidi Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 31-39.

¹⁰³⁸ Međutim, naglašava se da AIFM Direktiva ne može biti jedini uzor za izradu novog režima odgovornosti depozitara UCITS fondova i drugih pitanja, a što primarno proizlazi iz činjenice da su UCITS fondovi namijenjeni malim ulagateljima, a za koje se smatra da je potrebno osigurati viši nivo zaštite. Vidi Summary of responses to UCITS depositaries consultation paper, op. cit. u bilj. 574., str. 3.

¹⁰³⁹ Vidi Summary of responses to UCITS depositaries consultation paper, op. cit. u bilj. 574., str. 8.

fondova primarno mali ulagatelji, UCITS V Direktiva sadrži stroža rješenja o odgovornosti depozitara.¹⁰⁴⁰

Razlika između režima odgovornosti depozitara prema AIFM Direktivi i prema UCITS V Direktivi vidljiva je u slučaju delegacije poslova pohrane zasebne imovine fonda. Dok prema AIFM Direktivi, depozitar može ugovoriti oslobođenje od odgovornosti u slučaju gubitka financijskih instrumenata delegiranih u skrbništvo poddepozitaru, što uključuje slučajeve dobrovoljne i nužne delegacije poslova skrbništva,¹⁰⁴¹ prema UCITS V Direktivi to je pravo depozitara izrijekom isključeno, neovisno o tome radi li se o nužnoj ili o dobrovoljnoj delegaciji.¹⁰⁴²

Kao razloge predlaganja strožeg režima odgovornosti depozitara UCITS fondova od depozitara AIF-ova, navodi se činjenica da su ulagatelji UCITS fondova mahom mali ulagatelji (čak oko 90 %).¹⁰⁴³ K tome, premda ulagatelji mogu razumjeti da su rizici pohrane zasebne imovine UCITS fonda različiti ovisno o pojedinim jurisdikcijama, oni nisu u mogućnosti, što zbog nedostatnog stručnog znanja i zbog nedostatnih financijskih sredstava, pokretati parnice protiv poddepozitara u trećim državama u skladu s pravom te države. Također, svakako nije zanemariva činjenica da ulagatelji UCITS fonda nemaju pristup informacijama o poslovima depozitara, kao što to primjerice ima društvo za upravljanje, što još više otežava položaj ulagatelja u smislu saznanja da je došlo do povrede od strane depozitara.

Neizvjestan ishod oko odabira mjerodavnog prava koje bi se primjenjivalo na predmet spora, osobito ako se radi o pravu trećih država s kojim mali ulagatelji nisu upoznati, dodatan je odvrćajući razlog za parnicu.¹⁰⁴⁴ Rizik gubitka imovine u skrbništvu je veći ako mjerodavno pravo ne priznaje učinke odvajanja zasebne imovine UCITS fonda od imovine poddepozitara i njegovih klijenata.

Razvoj odgovornosti depozitara na razini EU-a izravno je utjecao na razvoj odgovornosti depozitara u Republici Hrvatskoj implementacijom UCITS zakonodavstva u hrvatsko pravo. Tako se u pravu Republike Hrvatske, razvoj odgovornosti depozitara UCITS

¹⁰⁴⁰ Općenito možemo izdvojiti dvije ključne razlike između UCITS zakonodavstva i AIFM Direktive. Kao prvo, UCITS zakonodavstvo usmjereno je na postizanje što veće razine zaštite malih ulagatelja, dok je AIFM Direktiva usmjerena na profesionalne ulagatelje. Druga ključna razlika jest što UCITS direktive reguliraju proizvod, tj. UCITS fondove, dok AIFM direktiva regulira menadžere, a ne i same proizvode, tj. investicijske fondove kojima ti menadžeri upravljaju. Vidi Klebeck, U., op. cit. u bilj. 33., str. 86.

¹⁰⁴¹ Čl. 21. st. 13. AIFM Direktive.

¹⁰⁴² Čl. 24. st. 3. UCITS V Direktive, koji izrijekom predviđa da se odgovornost depozitara iz čl. 24. st. 1. UCITS V Direktive ne može ugovorno isključiti niti ograničiti.

¹⁰⁴³ Vidi analizu ulagatelja UCITS fondova u Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 11.

¹⁰⁴⁴ Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 37-39.

fondova može pratiti od 1995. godine kada je donesen prvi Zakon o investicijskim fondovima (ZIF 95).¹⁰⁴⁵ Nakon toga je 2005. godine donesen ZIF 05, koji je u čl. 54. sadržavao gotovo isto rješenje o odgovornosti „depozitne banke“ (kao i uostalom čl. 52. st. 2. ZIF 95). Članak 54. ZIF 05 glasi: *„Depozitna banka odgovara društvu za upravljanje, imateljima udjela u otvorenom investicijskom fondu i dioničarima zatvorenog investicijskog fonda za pričinjenu štetu ako ne obavlja ili nepravilno obavlja poslove predviđene ugovorom o skrbničkim i depozitnim poslovima ili ovim Zakonom, uključujući i slučaj kada je obavljanje svojih poslova iz članka 53. stavka 2. i članka 55. ovoga Zakona u cijelosti ili djelomično povjerila trećim osobama.“* Iz navedenoga jasno proizlazi da je depozitar, tj. depozitna banka odgovarala temeljem subjektivne odgovornosti za povredu svih poslova depozitara, uključujući i za delegirane poslove, a kojima je ulagateljima prouzročio štetu. Također, možemo reći da je isti režim odgovornosti depozitara UCITS fonda u Republici Hrvatskoj bio na snazi od 1995. do 1. srpnja 2013. godine kada je stupio na snagu ZOIFJP.

Rješenja koja je hrvatski zakonodavac usvojio u ZOIFJP-u nastala su pod snažnim utjecajem UCITS V Direktive koja je u trenutku njegova donošenja bila u fazi prijedloga, kao i već donesene AIFM Direktive. Naime, EU zakonodavac najprije je uredio pitanje odgovornosti depozitara u AIFM Direktivi (koja je usvojena i implementirana s donošenjem ZAIF-a), no što je to učinio u okviru UCITS zakonodavstva.¹⁰⁴⁶ Dodatni razlog izvršenog utjecaja rješenja iz ZAIF-a na ZOIFJP jest svakako i činjenica da se na izradi ZOIFJP-a i ZAIF-a radilo praktički istovremeno, a stupili su na snagu istog dana, tj. 1. srpnja 2013. godine kada je Republika Hrvatska postala državom članicom EU-a. Stoga su rješenja usvojena ZOIFJP-om inovativna, primarno u pogledu odgovornosti depozitara, jer je hrvatski zakonodavac implementirao rješenja prije no što su uopće usvojena u okviru UCITS zakonodavstva. Isto je učinio i njemački zakonodavac u novome KAGB-u koji je stupio na snagu gotovo u istom trenutku kao i ZOIFJP, tj. u srpnju 2013. godine,¹⁰⁴⁷ iako se usvojena rješenja o odgovornosti depozitara iz KAGB-a razlikuju od rješenja usvojenih u ZOIFJP-u.¹⁰⁴⁸

¹⁰⁴⁵ Čl. 52. st. 2. ZIF 95 propisivao je sljedeće: *„Depozitna banka odgovara društvu i vlasnicima dokumenata o udjelu u otvorenom fondu i dioničarima zatvorenog fonda za pričinjenu štetu ako ne obavlja ili nepravilno obavlja poslove navedene u ugovoru iz članka 50. stavka 1. ovoga Zakona.“*

¹⁰⁴⁶ Sam EU zakonodavac smatra da je došlo do „unintended anomaly“ da se prvo pruži visa razina zaštite ulagateljima alternativnih investicijskih fondova umjesto malim ulagateljima (*retail investors*) UCITS fondova. Razlog tomu jest što je prijedlog AIFM Direktive iznesen već 29. travnja 2009., relativno brzo nakon financijskog skandala Madoff i Lehman Brothers. Istovremeno, u zadnjoj fazi donošenja bila je UCITS IV Direktiva koja je usvojena svega nekoliko mjeseci kasnije (13. srpnja 2009.), zbog čega je bilo prekasno u tekst UCITS IV Direktive unijeti tako značajne izmjene. Vidi Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 7.

¹⁰⁴⁷ Isto je učinio i njemački zakonodavac u KAGB-u, koji je donesen gotovo u isto vrijeme kada i hrvatski ZOIFJP, tj. u srpnju 2013. godine. Tako je umetnut § 77. KAGB-a koji nosi naslov „Haftung“, te u kojemu se

Rješenje koje je usvojio ZOIFJP glede odgovornosti depozitara UCITS fonda nije, međutim, identično onome iz ZAIF-a. Razlika se očituje u odgovornosti depozitara pri delegaciji poslova pohrane zasebne imovine fonda. Prema ZAIF-u, depozitar može ugovorno osloboditi svoje odgovornosti za delegirane poslove pohrane na poddepozitara neovisno o tome radi li se o dobrovoljnoj ili o nužnoj delegaciji poslova skrbništva nad financijskim instrumentima fonda.¹⁰⁴⁹ Za razliku od toga, ZOIFJP u čl. 220. st. 4. dopušta ugovorno oslobođenje odgovornosti depozitara, ali samo u slučaju nužne delegacije poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda. Dakle, režim odgovornosti depozitara UCITS fonda ipak je stroži.

Usporedbom usvojenog režima odgovornosti depozitara UCITS fonda iz ZOIFJP-a i UCITS V Direktive, uočava se razlika upravo u opisanoj odgovornosti za delegirane poslove. Dok se prema UCITS V Direktivi depozitar ne može ugovorno osloboditi u slučaju delegacije poslova pohrane na poddepozitara neovisno o tome radi li se o dobrovoljnoj ili o nužnoj delegaciji, prema ZOIFJP-u se depozitar ipak može ugovorno osloboditi odgovornosti za delegirane poslove skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda pod uvjetom da se radi o nužnoj delegaciji, pa je utoliko rješenje ZOIFJP-a blaže u odnosu na uzor kojeg treba slijediti.¹⁰⁵⁰

Valja zaključiti da je režim odgovornosti depozitara UCITS fonda kako je usvojen u ZOIFJP-u svojevrsan hibrid između režima odgovornosti u okviru UCITS V Direktive te

uređuje odgovornost depozitara na novi način, svakako pod utjecajem UCITS V Direktive, točnije Prijedloga UCITS V Direktive s obzirom na to da direktiva još nije bila usvojena u vrijeme donošenja KAGB-a. O novom KAGB-u vidi općenito: Kann, van J., Redeker, R., Keilwert, A., Überblick über das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), Deutsches Steuerrecht, 29, 2013.

¹⁰⁴⁸ Razlika između usvojenih rješenja o odgovornosti depozitara odnosi se na odgovornost depozitara za delegirane poslove. Dok njemački zakonodavac dopušta depozitarima mogućnost da se ugovorno oslobode odgovornosti za delegirane poslove u slučajevima dobrovoljne i nužne delegacije (vidi § 77. st. 4. i § 77. st. 5. KAGB-a), hrvatski zakonodavac dopušta takvo oslobođenje odgovornosti isključivo u slučaju nužne delegacije poslova pohrane temeljem čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a. Kao što će kasnije biti izloženo, oba rješenja nisu u skladu s UCITS V Direktivom, a rješenje njemačkog zakonodavca može se označiti kao blaži režim odgovornosti depozitara u slučaju delegacije.

¹⁰⁴⁹ Vidi čl. 235. st. 4. ZAIF-a za ugovorno oslobođenje odgovornosti depozitara u slučaju dobrovoljne delegacije i čl. 235. st. 6. ZAIF-a za ugovorno oslobođenje odgovornosti depozitara u slučaju nužne delegacije poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda.

¹⁰⁵⁰ Iz toga bi proizlazilo da je hrvatski zakonodavac usvojio treću opciju koju je Europska komisija razmatrala za uvođenje novog režima odgovornosti depozitara UCITS fonda. Vidi Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 31. Iznimno je zanimljivo primijetiti da je mogućnost oslobođenja od odgovornosti za delegirane poslove pohrane u slučaju nužne delegacije usvojio i njemački zakonodavac u § 77. st. 5. KAGB-a. Štoviše, osim u slučaju nužne delegacije, njemački je zakonodavac izrijeком dopustio i ugovorno oslobođenje od odgovornosti depozitara za delegirane poslove i u slučaju dobrovoljne delegacije poslova pohrane (vidi § 77. st. 4. KAGB-a). Time je njemački zakonodavac usvojio još i liberalniji režim odgovornosti depozitara za delegirane poslove od hrvatskoga prema rješenjima iz ZOIFJP-a. Međutim, takva rješenja nisu u skladu s UCITS V Direktivom, te će i njemački zakonodavac morati mijenjati odredbe KAGB-a do isteka roka implementacije UCITS V Direktive, tj. do 18. ožujka 2016. godine (vidi čl. 2. UCITS V Direktive).

režima odgovornosti depozitara prema AIFM Direktivi, a koja je implementirana u ZAIF. *De lege ferenda*, hrvatski će zakonodavac morati izmijeniti odredbe o odgovornosti depozitara u slučaju delegacije poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda. U nastavku će se analizirati odgovornost depozitara UCITS fonda prema ulagateljima za povredu poslova depozitara prema ZOIFJP-u.

4.2. Odgovornost depozitara UCITS fonda prema ulagateljima za povredu poslova depozitara prema ZOIFJP-u

Osobitost investicijskog posla jest da će šteta, kao posljedica povrede neke od zakonskih obveza depozitara u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda nastati ulagateljima. Osnovni posao depozitara jest da pohranjuje zasebnu imovinu UCITS fonda, a povreda te obveze u pravilu će se izravno odraziti na zasebnoj imovini UCITS fonda.

Depozitar ne sklapa zaseban ugovor s ulagateljima UCITS fonda. Međutim, ranije u tekstu analizirani su argumenti da bi se ugovor o obavljanju poslova depozitara sklopljen između depozitara i društva za upravljanje mogao tumačiti kao atipičan ugovor sklopljen u korist trećih, odnosno u korist ulagatelja UCITS fonda.¹⁰⁵¹ Prihvatimo li takvo tumačenje, znači da bi ulagatelji svoje zahtjeve za naknadu štete trebali temeljiti na ugovornoj odgovornosti depozitara. Jedan od dokaza koji se u odštetnim parnicama mora pružiti ako se zahtjev temelji na ugovornoj odgovornosti jest postojanje ugovora između štetnika i oštećenika.¹⁰⁵² Dakle, ulagatelji bi morali dokazati postojanje ugovora između ulagatelja i depozitara, odnosno postojanje pravnog instituta ugovora u korist trećih. S obzirom na značajne razlike u odnosu između depozitara, društva za upravljanje i ulagatelja u odnosu na tipične odnose koji se javljaju u okviru ugovaranja u korist trećih osoba,¹⁰⁵³ smatramo da bi ulagateljima zahtjev dokazivanja postojanja takvih pravnih odnosa samo otežao njihov položaj u parničnom postupku. Takvo dokazivanje moglo bi produljiti vrijeme potrebno za rješavanje spora, kao i povećati parnične troškove. S obzirom na to da je jedno od osnovnih načela UCITS zakonodavstva zaštita malih ulagatelja, smatramo da se treba zalagati za rješenje kojime se olakšava ostvarenje njihovih prava.

Stoga se priklanjamo prevladavajućem mišljenju u njemačkoj literaturi,¹⁰⁵⁴ da će u slučaju štete koju depozitar prouzroči ulagateljima zbog povreda odredbi ZOIFJP-a ili

¹⁰⁵¹ Vidi više u poglavlju 2.3.2.

¹⁰⁵² Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 611.

¹⁰⁵³ Vidi razrađeno u poglavlju 2.3.2.

¹⁰⁵⁴ Vidi više u poglavlju 2.3.3.

provedbenih propisa, depozitar odgovarati ulagateljima temeljem izvanugovorne odgovornosti, odnosno odgovarat će temeljem zakona.¹⁰⁵⁵ U prilog ovakvome stajalištu svakako govori da je ZOIFJP-om izrijekom predviđeno da depozitar odgovara ulagateljima za povredu svojih obveza.¹⁰⁵⁶

Općenito, do izvanugovorne odgovornosti dolazi kada štetnik povrijedi neko pravo ili interes koji je zaštićen zakonskim propisima.¹⁰⁵⁷ Odredbe ZOIFJP-a kojima se propisuje odgovornost depozitara prema ulagateljima možemo svrstati pod zaštitu „vlasničkih“ prava i interesa¹⁰⁵⁸ ulagatelja koja oni imaju nad zasebnom imovinom UCITS fonda, a čiji je depozitar glavni zaštitnik. Međutim, depozitar će odgovarati za povredu svojih obveza prema ulagateljima i ako šteta nastane na imovini ulagatelja pored toga što je nastala i na zasebnoj imovini UCITS fonda, kao što je moguće i da depozitar odgovara za neimovinsku štetu prouzročenu ulagateljima.¹⁰⁵⁹

Međutim, kako su zadaće depozitara povezane i najčešće komplementarne s radnjama društva za upravljanje, može ostati nejasno je li ulagateljima do štete došlo zbog povrede depozitara ili povrede društva za upravljanje. Primjer je posao izračuna neto vrijednosti UCITS fonda i cijene udjela, gdje društvo za upravljanje obavlja izračun, a depozitar obavlja kontrolu nad tim izračunom. Iako svatko od njih snosi svoju odgovornost samo za poslove koje obavlja, ovo bi mogla biti tipična situacija u kojoj će ulagatelji obuhvatiti tužbom oba subjekta. Također, to će vrijediti i za druge poslove gdje depozitar obavlja kontrolu nad pojedinim poslovima društva za upravljanje.¹⁰⁶⁰

Ako šteta nastane zbog raspolaganja neplasiranim novčanim sredstvima UCITS fonda, smatramo da će posebice biti upitno je li do štete došlo zbog povrede depozitara ili društva za

¹⁰⁵⁵ Valja napomenuti da izvanugovorna odgovornost (*tort liability*) nije ujednačena na razini EU-a, što znači da se njezina primjena, kao i posljedice kvalifikacije određenog pravnog odnosa kao izvanugovornog mogu različito tumačiti u nacionalnim zakonodavstvima država članica EU-a. Vidi Brügge-meier, G., *Western Tort Law: A Jurisprudence of Injury*, u Bussani, M., Werro, F. (ur.), *European Private Law: A Handbook*, Berne, 2009., str. 299. U knjizi će se analizirati posljedice koje kvalifikacija odnosa između depozitara i ulagatelja kao izvanugovornog pravnog odnosa ima u hrvatskome pravu.

¹⁰⁵⁶ Vidi čl. 220. i čl. 223. ZOIFJP-a.

¹⁰⁵⁷ Tako Brügge-meier, G., *Common Principles of Tort Law, A Pre-statement of Law*, London, 2004., str. 43.

¹⁰⁵⁸ Zaštita vlasništva jedno je od tipičnih prava, odnosno interesa koji su uključeni u sustav izvanugovorne odgovornosti u slučaju povrede toga prava. To svakako vrijedi i za hrvatskoga zakonodavca, što se najjasnije vidi iz definicije štete prema čl. 1046. ZOO-a, prema kojemu je šteta primarno imovinske naravi, tj. umanjenje nečije imovine (obična šteta) ili sprječavanje njezina povećanja (izmakla korist). U komparativnome pravu država članica EU-a se zaštita vlasništva (*protection of property and economic interest*), također se smatra jednim od osnovnih prava čijom se povredom oštećenici mogu pozivati na izvanugovornu odgovornost. Vidi Dam, van C., *European Tort Law*, Oxford, 2013., str. 202 i dalje.

¹⁰⁵⁹ Vidi analizu u poglavlju 4.2.1.1.2.

¹⁰⁶⁰ Kao što je primjerice obveza depozitara da vrši kontrolu nad poslovima izdavanja i otkupa udjela, da vrši kontrolu da se zasebna imovina UCITS fonda ulaže u skladu s odredbama ZOIFJP-a i drugi poslovi. Vidi razradu poslova depozitara u trećem poglavlju ove knjige.

upravljanje, i to zbog toga što rješenja iz ZOIFJP-a otvaraju prostor tumačenju da depozitar također, uz društvo za upravljanje, može raspolagati tim sredstvima.¹⁰⁶¹ U tom slučaju, smatramo da ima osnova da društvo za upravljanje i depozitar solidarno odgovaraju ulagateljima za štetu koja time nastane, tj. zbog gubitka tih sredstava ili smanjenja njihove vrijednosti.¹⁰⁶²

ZOIFJP razlikuje dva oblika (osnove) odgovornosti depozitara prema ulagateljima, a to je subjektivna odgovornost (*negligence liability*) koja se temelji na čl. 223. ZOIFJP-a i objektivna odgovornost (*strict liability*) koja se temelji na čl. 220. st. 2. ZOIFJP-a. Objektivna odgovornost pojavljuje se kao iznimka u odnosu na subjektivnu odgovornost depozitara, i zakonom je izrijekom ograničena na odgovornost depozitara za „*gubitak financijskih instrumenata koji su pohranjeni na skrbništvo*“. Stoga svakako možemo reći da se depozitareva odgovornost prema ulagateljima pretežno temelji na subjektivnoj odgovornosti.

Iako su naizgled razlike između ovih dvaju oblika odgovornosti velike, u pravnoj se literaturi sve više naglašava da granica između tradicionalne podjele na subjektivnu i objektivnu odgovornosti postaje sve nejasnija u praksi.¹⁰⁶³ Naime, subjektivna odgovornost zbog nepažnje procjenjuje se prema objektivnom kriteriju, točnije je li štetnik postupao s dužnom pažnjom, a ne više prema subjektivnim odnosu štetnika prema štetnoj radnji, točnije je li štetnik kriv. Objektivni kriterij za ocjenu je li štetnik postupao s nepažnjom tako se približava objektivnoj odgovornosti koja uspostavlja odgovornost štetnika bez obzira na krivnju, uz zahtjev postojanja uzročne veze između štetne radnje i štete.

U nastavku će se detaljnije analizirati kada depozitar odgovara temeljem subjektivne, a kada temeljem objektivne odgovornosti prema ulagateljima, kao i elemente te odgovornosti. Pored građanskopravne odgovornosti, depozitar usporedo snosi i prekršajnopravnu odgovornost za povrede koje su izrijekom propisane u ZOIFJP-u, a što predstavlja element javnopravne kontrole nad obavljanjem poslova depozitara. Posebno će se obraditi

¹⁰⁶¹ Vidi čl. 218. st. 4. ZOIFJP-a kojim je depozitaru iz zabrane raspolaganjem zasebnom imovinom UCITS fonda izuzeto raspolaganje neplasiranim novčanim sredstvima UCITS fonda. Drugim riječima, iz toga proizlazi da je depozitar ovlašten raspolagati neplasiranim novčanim sredstvima UCITS fonda i za svoj račun. Vidi raspravu o tomu u poglavlju 3.3.1.4.

¹⁰⁶² Čl. 42. ZOO-a predviđa da će se solidarnost dužnika predmnijevati ako je obveza dužnika nastala trgovačkim ugovorom, osim ako solidarnu odgovornost strane izrijekom isključuje. S obzirom na to da je ugovor o obavljanju poslova depozitara bez sumnje trgovački ugovor, otvara se prostor za tumačenje da se za iste obveze koje su ovlašteni oboje obavljati, društvo za upravljanje i depozitar prema ulagateljima javljaju kao solidarni dužnici.

¹⁰⁶³ Werro, F., Palmer, V. V., Hahn, A.-C., Synthesis and survey of the cases and results, u Werro, F., Palmer, V. V. (ur.), *The Boundaries of strict Liability in European Tort Law*, Durham, 2004., str. 455; Lukas, M., *Fault Liability*, u Koziol, H., Schulze, R. (ur.), *Tort Law of the European Community*, Beč, 2008., str. 81. Općenito vidi Bukovac Puvača, M., „Sive zone“ izvanugovorne odgovornosti – područja moguće primjene pravila o odgovornosti na temelju krivnje i objektivne odgovornosti za štetu, *Zbornik Pravnog fakulteta u Rijeci*, 30 (1), 2009.

odgovornost depozitara za delegirane poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda na poddepozitare.

4.2.1. Subjektivna odgovornost depozitara prema ulagateljima UCITS fonda

Ključna odredba za analizu odgovornosti depozitara UCITS fonda jest čl. 223. st. 1. ZOIFJP-a koji propisuje „*Depozitar odgovara društvu za upravljanje i ulagateljima za pričinjenu štetu ako neopravdano ne ispunjava, ne obavlja ili nepravilno obavlja poslove predviđene ugovorom o obavljanju poslova depozitara, ovim Zakonom ili prospektom UCITS fonda, uključujući i slučaj kada je obavljanje svojih poslova iz članka 215. ovoga Zakona delegirao trećim osobama.*“¹⁰⁶⁴ Na to se nadovezuje i čl. 223. st. 2. ZOIFJP-a koji predviđa „*Depozitar odgovara društvu za upravljanje i ulagateljima zbog gubitka imovine UCITS fonda koji su nastali kao posljedica propusta depozitara u obavljanju i izvršavanju njegovih dužnosti.*

Analizom čl. 223. ZOIFJP-a, uočava se da zakonodavac koristi termine „*neopravdano ne ispunjava, ne obavlja ili nepravilno obavlja*“, kao i „*posljedica propusta depozitara*“ što ukazuje na odgovornost temeljem krivnje, odnosno nepažnje (*negligence liability*).¹⁰⁶⁵ Ako se odgovornost depozitara temelji na propuštanju (dužne) pažnje znači da je riječ o subjektivnoj odgovornosti depozitara.

ZOIFJP-om se ne predviđa izrijeком da depozitar odgovara za namjeru, tj. namjerno prouzročenje štete do koje dolazi zbog neobavljanja ili nepravilnog obavljanja poslova depozitara. U čl. 24. st. 1. UCITS V Direktive predviđa se da su države članice dužne osigurati da depozitar odgovora ulagateljima za povredu svojih obveza počinjenih nepažnjom ili namjerom. Međutim, bez obzira što nije izrijeком predviđeno u ZOIFJP-u, depozitar će odgovarati i za namjerno prouzročenje štete temeljem propisa općeg obveznog prava.¹⁰⁶⁶ Odgovornost za namjeru ili krajnju nepažnju ne može se ugovorno isključiti niti ograničiti.¹⁰⁶⁷

¹⁰⁶⁴ Ova je odredba ZOIFJP-a u skladu s čl. 24. st. 1. UCITS V Direktive koji predviđa: „*Države članice također osiguravaju da je depozitar odgovoran UCITS-u i ulagateljima UCITS-a i za sve ostale gubitke koje oni pretrpe zbog depozitarova nemarnog ili namjernog propusta da pravilno izvrši svoje obveze u skladu s ovom Direktivom.*“

¹⁰⁶⁵ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 328. Njemački zakonodavac izrijeком predviđa odgovornost depozitara ako ne ispunjava poslove depozitara nepažnjom ili namjerno. § 77. st. 2. KAGB-a točno glasi: „*Die Verwahrstelle haftet auch gegenüber dem inländischen OGAW oder den Anlegern des inländischen OGAW für sämtliche sonstigen Verluste, die diese dadurch erleiden, dass die Verwahrstelle fahrlässig oder vorsätzlich ihre Verpflichtungen nach diesem Gesetz nicht erfüllt.*“

¹⁰⁶⁶ Čl. 1049. ZOO-a izrijeком propisuje da krivnja postoji kad štetnik prouzroči štetu namjerno ili nepažnjom.

¹⁰⁶⁷ Čl. 345. st. 1. ZOO.

U nastavku će se analizirati pretpostavke odgovornosti depozitara i pitanje naknade štete za povrede za koje depozitar odgovara temeljem subjektivne odgovornosti, kao i razlozi za oslobođenje depozitara od te odgovornosti. Nadalje, posebno će se izdvojiti i analizirati odgovornost depozitara za kontrolu izračuna neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijene udjela UCITS fonda.

4.2.1.1. Pretpostavke odgovornosti depozitara

U uvodnim razmatranjima valja ukazati na neravnopravni položaj ulagatelja UCITS fonda u odnosu na depozitara. Naime, ulagatelji su prije svega nepovezana skupina pojedinaca koji pojedinačno ulaze u investicijski posao sklapanjem ugovora o ulaganju s društvom za upravljanje. Uz to, ulagatelji UCITS fondova mahom su mali ulagatelji koji u pravilu nemaju dovoljno ekonomskog, pravnog i drugog stručnog znanja o poslovima s financijskim instrumentima.

Kada depozitar povrijedi svoje obveze prema ZOIFJP-u, ulagatelji imaju pravo na naknadu time nastale štete, no upitno je kako će mali ulagatelji uopće spoznati da je depozitar poduzeo štetnu radnju koja za posljedicu ima štetu na zasebnoj imovini UCITS fonda. Tu se pojavljuje problem asimetrične informiranosti između depozitara i društva za upravljanje u odnosu na ulagatelje UCITS fonda. Ulagatelji u pravilu nemaju saznanja da je depozitar ili društvo za upravljanje povrijedilo neku od svojih obveza. Smatramo da će ulagatelji moći uočiti štetu tek ako dođe do većeg smanjenja vrijednosti zasebne imovine UCITS fonda ili će saznati za nepravilnosti u obavljanju poslova depozitara ako HANFA informira investicijsku javnost o tome da su izrečene nadzorne mjere protiv depozitara ili pokrenuti prekršajni ili drugi postupci protiv depozitara zbog kršenja određenih obveza prema ZOIFJP-u. Društvo za upravljanje nalazi se u najboljem položaju za otkrivanje štetne radnje depozitara, te je stoga ZOIFJP opravdano dao društvu za upravljanje primarnu procesnu ovlast za postavljanje tužbenih zahtjeva protiv depozitara. Ono to čini u svoje ime, ali u interesu (i za račun) ulagatelja.¹⁰⁶⁸

Prema hrvatskome pravu, opće pretpostavke za odgovornost temeljem subjektivne odgovornosti su: štetna radnja, protupravnost štetne radnje, šteta, uzročna veza i krivnja.¹⁰⁶⁹ U

¹⁰⁶⁸ Čl. 224. st. 3. ZOIFJP. Ako društvo za upravljanje ne podigne tužbu u roku od 60 dana od nastupa povrede ZOIFJP-a, prospekta i pravila UCITS fonda, ulagatelji imaju pravo na izravno podnošenje tužbe. O tomu će više biti rečeno u poglavlju 4.3.2.

¹⁰⁶⁹ Na razini EU-a, ne postoji jedinstveni koncept subjektivne odgovornosti, što znači da je to pitanje, uključujući i pretpostavke subjektivne odgovornosti, ostavljeno nacionalnim zakonodavstvima. Vidi: Lukas, M.,

nastavku će se analizirati odgovornost depozitara po navedenim elementima.

4.2.1.1.1. Štetna radnja i protupravnost štetne radnje

Štetna radnja može se očitovati kao radnja (*act*) ili kao propust (*ommission*) depozitara.¹⁰⁷⁰ Tako će depozitar radnjom uzrokovati štetu UCITS fondu i ulagateljima ako tom radnjom nastane rizik i šteta do koje ne bi došlo da depozitar nije poduzeo tu radnju. Depozitar će štetu također prouzročiti ako zbog propusta poduzimanja određene radnje ne spriječi nastanak rizika i štete do koje ne bi došlo da depozitar nije propustio poduzimanje te radnje.

Radnja ili propust depozitara bit će protupravni ako ujedno predstavljaju i povredu neke od odredbi ZOIFJP-a, prospekta UCITS fonda i obveza koje je depozitar preuzeo ugovorom o obavljanju poslova depozitara.¹⁰⁷¹ Tako će se protupravnom štetnom radnjom depozitara smatrati kada depozitar ne obavlja pravilno ili propušta obavljati poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda, poslove kontrole nad izdavanjem i otkupom udjela UCITS fonda, poslove kontrole da se zasebna imovina UCITS fonda zakonito ulaže, poslove kontrole nad izračunom neto vrijednosti UCITS fondova i cijene njihovih udjela, poslove izvršavanja naloga društva za upravljanje u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda, poslove vezane uz ostvarivanje korporativnih prava koji proizlaze iz financijskih instrumenata UCITS fonda, poslove zaprimanja uplata koje pripadaju zasebnoj imovini UCITS fonda, poslove kontrole da se prihodi i troškovi UCITS fonda zakonito koriste i drugo.¹⁰⁷²

K tome čl. 223. st. 2. ZOIFJP-a uređuje da će depozitar ulagateljima odgovarati temeljem nepažnje i u slučaju „gubitka imovine UCITS fonda“. Naizgled odredbe čl. 223. st. 2. i čl. 220. st. 2. ZOIFJP-a sadrže suprotstavljena rješenja. Dok se u čl. 223. st. 2. ZOIFJP-a propisuje odgovornost depozitara za gubitak „imovine UCITS fonda“, u čl. 220. st. 2. ZOIFJP-a propisuje se odgovornost depozitara u slučaju gubitka „imovine koji su pohranjeni u

op. cit. u bilj. 1063., str. 83; Dam, van C., op. cit. u bilj. 1058., str. 225 i dalje. Za hrvatsko pravo vidi Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 610.

¹⁰⁷⁰ Općenito se štetna radnja može očitovati kao radnja ili propust štetnika, „*subject to conscious control and a declaration of intent, a therefore controllable*.“ Vidi Bar, von C., *The Common European Law of Torts*, Volume Two, Oxford, 2000., str. 203. Općenito se može reći da štetnik radnjom stvara rizik nastanka štete, dok propustom propušta otkloniti opasnost nastanka štete za štetnika. Također vidi Wright, W. R., *Acts and Omissions as Positive and Negative Causes*, u Neyers, J. W., Chamberlain, E., Pitel, S. G. A. (ur.), *Emerging Issues in Tort Law*, Oxford, 2007. O značenju štetne radnje kao pretpostavke odgovornosti i prijedorima koji su s time vezani vidi u Klarić, P., op. cit. u bilj. 371., str. 73.

¹⁰⁷¹ Vidi čl. 223. st. 1. ZOIFJP-a.

¹⁰⁷² Navedeni poslovi depozitara analizirani su u trećem poglavlju ove knjige.

skrbništvo“. Potonji članak uređuje objektivnu odgovornost depozitara,¹⁰⁷³ te se odnosi na štetu koja ulagateljima nastaje jer su financijski instrumenti UCITS fonda koje je depozitar bio dužan držati u skrbništvu izgubljeni. Iako zakonodavac u oba slučaja koristi termin „gubitak imovine“, valja uočiti da se osnova odgovornosti razlikuje, odnosno vezuje uz način pohrane zasebne imovine UCITS fonda. Ukoliko se imovina pohranjuje u skrbništvo depozitara, primjenjuje se čl. 220. st. 2. ZOIFJP-a, te depozitar odgovara ulagateljima za gubitak imovine, tj. financijskih instrumenata temeljem objektivne odgovornosti. Ako se pak ne drži u skrbništvu, tada depozitar sukladno čl. 223. st. 2. ZOIFJP-a odgovara za gubitak takve imovine temeljem nepažnje.

Smatramo da termin „gubitak imovine“ iz čl. 223. st. 2. ZOIFJP-a treba tumačiti zajedno s čl. 223. st. 1. ZOIFJP-a, a to znači da se šteta na zasebnoj imovini UCITS fonda za koju depozitar odgovara ulagateljima temeljem nepažnje ne očituje samo u njenom gubitku, već i u smanjenju njene vrijednosti. Tako se šteta na zasebnoj imovini UCITS fonda zbog nepažnje depozitara može primjerice očitavati i u smanjenom izračunu neto vrijednosti imovine fonda jer je depozitar nepravilno evidentirao, iako ne i izgubio, zasebnu imovinu UCITS fonda.¹⁰⁷⁴

4.2.1.1.2. Šteta

Općenito, svrha propisivanja odgovornosti za štetne radnje jest davanje prava oštećenima na potraživanje naknade štete od štetnika. Može se reći da bez mogućnosti naknade štete, odredbe o odgovornosti ostaju neučinkovite i bez svrhe.¹⁰⁷⁵

ZOIFJP je pitanja određivanja opsega i vrste štete koju bi ulagatelji mogli potraživati od depozitara mahom prepustio općem odštetnom pravu. Izuzetak je za objektivnu odgovornost depozitara, gdje je čak i definirao vrstu štete – ona se očituje u gubitku financijskih instrumenata UCITS fonda.

Hrvatsko pravo ne određuje opseg i vrstu štete prema kriteriju radi li se o izvanugovornoj ili ugovornoj odgovornosti štetnika.¹⁰⁷⁶ Pri tomu se svrha naknađivanja nastale štete ipak razlikuje. Kada bi depozitar odgovarao ulagateljima za povredu ugovornih obveza, svrha

¹⁰⁷³ O čemu će više biti rečeno u poglavlju 4.2.2.

¹⁰⁷⁴ O šteti na zasebnoj imovini UCITS fonda u okviru subjektivne odgovornosti depozitara šire je izloženo u sljedećem poglavlju 4.2.1.1.2.

¹⁰⁷⁵ Van Dam navodi: „*Liability rules can only be effective if the law provides a remedy*“. Vidi Dam, van C., op. cit. u bilj. 1058., str. 347. Da je šteta ključna pretpostavka odgovornosti vidi Klarić, P., op. cit. u bilj. 371., str. 75.

¹⁰⁷⁶ Naime, čl. 1046. ZOO-a spada pod dio ZOO-a u kojem se uređuju izvanugovorni odnosi, no takvo određenje štete, odnosno opseg i vrste štete koje oštećenici mogu potraživati od štetnika primjenjivat će se i na ugovorne odnose, što jasno proizlazi iz čl. 349. ZOO-a koji propisuje da se odredbe o naknadi izvanugovorne štete primjenjuju i na naknadu ugovorne štete, osim ako nije što drugo predviđeno ZOO-om.

naknade štete bila bi dovesti ulagatelja u položaj u kome bi bio da se ugovor ispunio, a kod izvanugovorne odgovornosti, cilj je odrediti naknadu štete koja bi ulagatelja dovela u položaj u kojem bi bio da štetnik nije počinio štetnu radnju.¹⁰⁷⁷

Također, hrvatsko pravo ne vezuje pitanje opsega naknade štete uz „težinu“ povrede štetnika u okviru izvanugovornih odnosa, tj. kod deliktne odgovornosti.¹⁰⁷⁸ Štetnik je dužan nadoknaditi cjelokupno nastalu štetu (*full compensation*) neovisno o tomu je li štetu prouzrokovao običnom ili krajnjom nepažnjom ili pak namjerno.¹⁰⁷⁹ To znači da opseg štete koju bi sudovi odredili da je depozitar dužan nadoknaditi ulagateljima, neće ovisiti o tomu je li depozitar povrijedio neku od svojih obveza običnom ili krajnjom nepažnjom ili pak namjerno.¹⁰⁸⁰

U okviru EU prava nije razvijen opći koncept štete, što znači da su pitanja opsega, vrste i načina naknade štete koje oštećenici mogu potraživati od štetnika ostavljena nacionalnim zakonodavstvima.¹⁰⁸¹ Prema hrvatskome pravu, za određenje štete ključan je čl. 1046 ZOO-a koji predviđa: „Šteta je umanjenje nečije imovine (obična šteta), sprječavanje njezina povećanja (izmakla korist) i povreda prava osobnosti (neimovinska šteta).“

S obzirom na to da ZOIFJP nije predvidio ništa drugo, valja tumačiti da ulagatelji UCITS fonda mogu od depozitara potraživati: naknadu stvarne štete (*damnum emergens*), naknadu izmakle dobiti (*lucrum cessans*) i novčanu naknadu za povredu prava osobnosti ulagatelja, tj. neimovinsku štetu.¹⁰⁸²

Stvarna šteta koju ulagatelji UCITS fonda mogu pretrpjeti u pravilu će se odraziti na

¹⁰⁷⁷ Tako i s aspekta općeg odštetnog prava analiziranog komparativno u državama članicama EU-a vidi: Oliphani, K., *The Nature and Assessment of Damages*, u Kozioł, H., Schulze, R. (ur.), *Tort Law of the European Community*, Beč, 2008., str. 242.

¹⁰⁷⁸ Suprotno vrijedi u slučaju ugovorne odgovornosti, gdje će opseg naknade štete ovisiti o stupnju krivnje dužnika. Vidi čl. 346. ZOO-a. Tako Gliha, I., Baretić, M., Nikšić, S., *Pure Economic Loss in Croatian Law*, u Bussani, M. (ur.), *European Tort Law, Eastern and Western Perspectives*, Berne, 2007., str. 263 i dalje. S time je povezana predvidivost nastanka štete, odnosno opseg ugovorne štete „prouzročene običnom nepažnjom dužnika svodi se na tzv. predvidivu štetu“. U slučaju pak krajnje nepažnje, namjere ili prijevare, oštećenik ima pravo na naknadu cjelokupne štete (*full compensation*). Vidi Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 632.

¹⁰⁷⁹ Tako i Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 633.

¹⁰⁸⁰ S obzirom na to da se kod subjektivne odgovornosti obična nepažnja predmnijeva (oboriva predmnijeva) (čl. 1045. st. 1. ZOO), što znači da će se krivnja, odnosno nepažnja depozitara također predmnijevati, smatramo da ulagatelji u pravilu neće imati interesa dokazivati da je depozitar povrijedio svoju obvezu krajnjom nepažnjom.

¹⁰⁸¹ Vaquer, A., *Damage*, u Kozioł, H., Schulze, R. (ur.), *Tort Law of the European Community*, Beč, 2008., str. 24 i dalje.

¹⁰⁸² Pravo naknade nematerijalne štete nije ujednačeno na razini EU-a, već je u potpunosti prepušteno nacionalnim zakonodavstvima država članica EU-a. Vidi Oliphani, K., op. cit. u bilj. 1077., str. 265. Pravo na novčanu naknadu za nematerijalnu štetu (*non-pecuniary damages; immaterieller Schaden*) temeljem izvanugovorne odgovornosti uvedeno je u hrvatsko pravo u čl. 1046. novog ZOO-a iz 2005. godine koji je stupio na snagu 1. siječnja 2006. godine. Vidi Radolović, A., *Pravo osobnosti u novom Zakonu o obveznim odnosima*, Zbornik Pravnog fakulteta u Rijeci, 27(1), 2006., str. 157 i dalje. Za usporedbu, u njemačko pravo pravo na novčanu naknadu za nematerijalnu štetu temeljem izvanugovorne odgovornosti je uvedeno 2002. godine. Vidi Dam, van C., op. cit. u bilj. 1058., str. 355.

zasebnoj imovini UCITS fonda. Iako nije isključena mogućnost da depozitar prouzroči štetu i samo pojedinome ulagatelju na imovini koja je različita od zasebne imovine UCITS fonda, smatramo da će do toga vrlo teško doći u praksi. Razlog tomu jest što depozitar prema hrvatskome pravu nema obveze koje ispunjava samo pojedinome ulagatelju, već kada obavlja poslove depozitara, obavlja ih u odnosu na cjelokupnu zasebnu imovinu UCITS fonda.¹⁰⁸³ Stvarna šteta kao posljedica protupravne štetne radnje depozitara primarno će se ogledati u smanjenju neto vrijednosti zasebne imovine UCITS fonda. Ako ulagatelji UCITS fonda uspiju dokazati uzročnu vezu između nastale štete i protupravne štetne radnje depozitara, kao i ostale elemente odgovornosti depozitara, imat će pravo tražiti od depozitara naknadu štete u visini razlike između vrijednosti neto vrijednosti zasebne imovine UCITS fonda koju je ona imala nakon što je depozitar počinio štetnu radnju i vrijednosti koju bi zasebna imovina UCITS fonda imala da depozitar nije počinio štetnu radnju.¹⁰⁸⁴

Nastanak takve štete bit će teško za dokazati u praksi. S obzirom na to da društvo za upravljanje upravlja zasebnom imovinom UCITS fonda, vjerojatnije je da će za smanjenje neto vrijednosti imovine UCITS fonda ulagatelji primarno smatrati odgovornim društvo za upravljanje (primjerice zbog donošenja loših investicijskih odluka). Uloga depozitara u smislu kontrole nad pojedinim radnjama društva za upravljanje dolazi tek podredno, ako se primarno dokaže odgovornost društva za upravljanje.

Smatramo da će se znatno lakše dokazati nastanak štete (koja je posljedica depozitareve štetne radnje) ako se radi o gubitku zasebne imovine UCITS fonda. Iako je za gubitak financijskih instrumenata koje depozitar drži u skrbništvu propisana objektivna odgovornost temeljem čl. 220. st. 2. ZOIFJP-a, do svojevrsnog gubitka ostale zasebne imovine UCITS fonda moglo bi doći ako depozitar ne vodi pravilno evidenciju o zasebnoj imovini UCITS fonda (obveza potvrde i provjere zasebne imovine UCITS fonda iz čl. 217. st. 1. t. 2. ZOIFJP). Ako određeni financijski instrumenti koji pripadaju UCITS fondu, odnosno ulagateljima nisu upisani u evidenciji depozitara, ili su navedeni neispravni podatci o financijskim instrumentima, to svakako može utjecati na izračun neto vrijednost imovine i udjela UCITS fonda. U tom bi slučaju bilo lakše dokazati štetu – smanjenje neto vrijednosti imovine UCITS fonda, štetnu radnju depozitara – nepravilnu pohrana zasebne imovine

¹⁰⁸³ Za razliku od toga, u njemačkome pravu depozitar izdaje udjele UCITS fonda ulagateljima, te je mogućnost povrede pojedinačne obveze depozitara prema ulagateljima, a time i mogućnost postavljanja zahtjeva jednog ulagatelja za naknadu štete koju je depozitar prouzročio samo njemu, veća. Međutim, unatoč toj mogućnosti, i u njemačkome se pravu smatra da će u praksi iznimno teško doći do takvog slučaja. Vidi Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2437.

¹⁰⁸⁴ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 342.

UCITS fonda, tj. neuredno vođenje evidencija zasebne imovine UCITS fonda, i uzročnu vezu – utjecaj neurednog vođenja evidencije zasebne imovine UCITS fonda koja je dovela do smanjenja zasebne imovine UCITS fonda.

Vezano uz naknadu izmakle dobiti od depozitara, s obzirom na to da ZOIFJP-om to pravo ulagatelja nije isključeno, primjenjuje se ZOO-a kao *lex generalis*. Članak 1089. st. 3. ZOO-a određuje izmaklu dobit kao „... *dobitak koji se mogao osnovano očekivati prema redovitom tijeku stvari ili prema posebnim okolnostima, a čije je ostvarenje spriječeno štetnikovom radnjom ili propuštanjem.*“ Međutim, unatoč teoretskoj primjeni, postavlja se pitanje kako bi se izmakla dobit, povrh stvarne štete, uopće mogla manifestirati na zasebnoj imovini UCITS fonda? Za usporedbu, kada je u pitanju odgovornost iz prospekta, u njemačkom se pravu izrijeком isključila mogućnost potraživanja izmakle dobiti oštećenika, i to s argumentom da je teško objektivno odrediti je li oštećenik mogao očekivati određenu dobit, primjerice prodajom svojeg vrijednosnog papira.¹⁰⁸⁵ Drugim riječima, argumentiralo se da bi dopuštanje nadoknađivanja izmakle dobiti kod odgovornosti iz prospekta otvorilo put raznim spekulacijama oštećenika, a koje bi u konačnici negativno djelovale na sudionike tržišta kapitala. Zahtjev za naknadu izmakle dobiti kod odgovornosti iz prospekta obuhvaćao bi cijenu uvrštenog financijskog instrumenta koju je oštećenik mogao ostvariti prodajom tog financijskog instrumenta da se nije radilo o neurednom prospektu. Za razliku od toga, kod UCITS fondova bi argumenti ulagatelja mogli ići u smjeru da im je depozitar nanio štetu u obliku izmakle dobiti jer je radnjom depozitara sprječeno da se daljnim ulaganjem poveća vrijednost zasebne imovine UCITS fonda. Hipotetski, ako bi depozitar nepravilno vodio evidencije zasebne imovine UCITS fonda, a što bi za posljedicu moglo imati da je izračunata neto vrijednost UCITS fonda manja, moglo bi se argumentirati da je UCITS fond pored stvarne štete (smanjenje vrijednosti neto imovine i cijene udjela UCITS fonda) pretrpio dodatnu štetu jer društvo za upravljanje nije dalje ulagalo tako nepravilno evidentiranu imovinu UCITS fonda, te posljedično nije ostvarilo dobit koju se time moglo očekivati.

Međutim, smatramo da će nastanak štete u smislu izmakle dobiti UCITS fonda, a posebice njenu visinu, biti iznimno teško dokazati u praksi. Najveća prepreka u određivanju visine izmakle dobiti jest svakako promjenjivost vrijednosti (volatilnost) financijskih instrumenata na tržištu kapitala, što značajno otežava utvrđivanje nastanka i visinu izmakle dobiti UCITS fonda. Stoga se opravdano postavlja pitanje koji bi to otklon u cijeni financijskih instrumenata

¹⁰⁸⁵ Vidi o tomu u Jakšić, T., Posebna privatnopravna odgovornost za prospekt uvrštenja vrijednosnih papira na uređeno tržište prema Zakonu o tržištu kapitala, Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala, Zagreb, 2013., str. 455.

na razini ukupne vrijednosti imovine fonda bio do te mjere bitan da bi naveo na zaključak da fond trpi izmaklu dobit. Iako se radi komparacije može uzeti u obzir kretanje vrijednosti neto imovine UCITS fondova konkurenata koji imaju istu ili sličnu politiku ulaganja, sastav portfelja tih fondova može biti vrlo različit što otežava zaključak da se radi o takvom odklonu u vrijednosti neto imovine koji je značajno različit u odnosu na srodne fondove. Sudski postupci u kojima bi ulagatelji dokazivali visinu izmakle dobiti čiju nadoknadu potražuju od depozitara vjerojatno bi uključivali sudske vještake s posebnim stručnim znanjima, koji bi uključivali i izračune vjerojatnosti. To bi dodatno produljilo i poskupilo vođenje takvih sudskih postupaka. Zbog toga smatramo upitnom praktičnu primjenjivost prava ulagatelja UCITS fonda na naknadu izmakle dobiti od depozitara.

Vezano uz povredu prava osobnosti i naknadu neimovinske štete, postavlja se pitanje koja prava osobnosti ulagatelja UCITS fonda bi depozitar uopće mogao povrijediti. Od postojećih prava osobnosti,¹⁰⁸⁶ smatramo da bi se ulagatelji mogli pozivati na povredu poslovnog ugleda. Upravo se na povredu ugleda pozivao ulagatelj u sudskom postupku vezanom uz Madoff skandal, točnije uz LuxAlphu SICAV pred luksemburškim sudom, a protiv depozitara tog UCITS fonda i drugih tuženika.¹⁰⁸⁷ Tužitelj/ulagatelj je tvrdio da su novinske objave o Madoff skandalu i povezanosti LuxAlphe UCITS fonda s tim skandalom narušile njegov poslovni ugled (*public image*) u očima njegovih klijenata (navodi se da je tužitelj bio, tzv. *risk manager*).¹⁰⁸⁸ Iz podataka koji su poznati, nije jasno kako je tužitelj/ulagatelj odredio visinu novčane naknade za neimovinsku štetu koju je od depozitara i drugih tuženika potraživao u

¹⁰⁸⁶ Prema hrvatskome pravu, u subjektivna prava osobnosti spadaju i pravo na život, tjelesni, psihički i duševni integritet, pravo na čast i ugled, pravo na slobodu, pravo na zaštitu privatnog života, pravo na vlastitu sliku (lik), pravo na pisma i osobne zapise, pravo na osobnost (osobni identitet), te moralna prava autorstva i prava izuma. Vidi: Radolović, A., op. cit. u bilj. 1082., str. 149. Zaštita prava osobnosti nije ujednačena na razini EU-a. Međutim, usporedbom prava država članica EU-a, ipak se mogu izdvojiti zajedničke kategorije prava osobnosti kojima se pruža zaštita u svim državama članicama EU-a. To su: pravo na čast i ugled (*dignity and honour*), pravo na zaštitu privatnog života (*privacy*), pravo na vlastitu sliku (lik) (*right to one's image and likeness*) i s time povezano pravo na komercijalnu vrijednost vlastitih slika (*commercial appropriation of personality*), pravo na osobni identitet (*right to personal identity*), pravo na *self-determination* koji se pojavljuje kao širi pojam iznad kategorija prava osobnosti s mogućom primjenom u svakoj od njih, pravo na zaštitu pravne osobnosti (*protection of personality of legal person*), te izdvojeno pravo zaštite prava osobnosti od povreda putem interneta (*personality violations through the Internet*). Vidi: Brügge-meier, G., Colombi Ciacchi, A., O'Callaghan, P., A common core of personality protection, u Brügge-meier, G., Colombi Ciacchi, A., O'Callaghan, P. (ur.), *Personality Rights in European Tort Law*, Cambridge, 2010.

¹⁰⁸⁷ O tužbi i presudi je poznato iz članka, gdje su podatci o identitetu tužitelja nepoznati. Vidi Corbert, C., *Luxembourg Court Rejects Lawsuit Brought by Investors in Defunct Luxembourg Hedge Fund LuxAlpha SICAV Against UBS and Ernst & Young in Connection with Madoff Scandal*; *The Hedge Fund Law Report Offers Exclusive English-Language Translation of Court Opinion*, Hedge Fund Law Report, 25. 3. 2010., <http://www.cicilycorbett.com/articles/LuxFinal.pdf> (8. 5. 2014.).

¹⁰⁸⁸ Corbert, C., op. cit. u bilj. 1087., str. 9.

postupku.¹⁰⁸⁹ Međutim, sud je ocijenio da tužitelj nije dokazao uzročnu vezu između nastale štete i štetne radnje depozitara i drugih tuženika te je odbio tužbeni zahtjev.¹⁰⁹⁰

S obzirom na to da su prema ZOIFJP-u podatci iz registra udjela UCITS fonda tajni, da bi se ulagatelji mogli pozivati na povredu poslovnog ugleda od strane depozitara, morali bi najprije dokazati da je bila poznata činjenica da su ulagatelji određenog UCITS fonda, te da to otkriće za određenog ulagatelja predstavlja činjenicu koja vrijeđa njegov poslovni ugled.

Od ostalih prava osobnosti, ističemo moguću povredu psihičkog i duševnog integriteta ulagatelja UCITS fonda kada je ulagatelj fizička osoba. Smatramo da bi se ulagatelji UCITS fonda mogli pozivati na ovu osnovu odgovornosti isključivo u ekstremnim situacijama, kada teoretski govoreći, depozitar izgubi imovinu UCITS fonda, a dotični ulagatelj je u taj UCITS fond uložio svu svoju ušteđevinu, te čijim će gubitkom biti izazvane psihičke smetnje ulagatelja.¹⁰⁹¹

4.2.1.1.3. Uzročna veza između štetne radnje i štete

Ulagatelji moraju dokazati i postojanje uzročne veze između štetne radnje depozitara i nastale štete, s obzirom na to da se uzročna veza ne predmnijeva.¹⁰⁹² Međutim, upitno je koji bi stupanj vjerojatnosti sudovi tražili za dokazivanje postojanja uzročne veze. Općenito, nacionalna prava razlikuju stupanj vjerojatnosti koji sudovi traže pri dokazivanju uzročne veze.¹⁰⁹³ U hrvatskome pravu sudska praksa ne daje izričite odgovore i objašnjenja o stupnju

¹⁰⁸⁹ Opseg naknade štete koja se općenito dodjeljuje na ime naknade neimovinske štete zbog povrede prava osobnosti značajno se razlikuje u pojedinim jurisdikcijama. Svakako je američko pravo najpoznatije po visokim naknadama štete koje dodjeljuje porota. Vidi Dam, van C., op. cit. u bilj. 1058., str. 363.

¹⁰⁹⁰ Corbert, C., op. cit. u bilj. 1087., str. 24. Dodatno objašnjenje suda išlo je u smjeru da tužitelj/ulagatelj nije uspio dokazati da je pretrpio neimovinsku štetu zbog povrede ugleda različitu od štete koju je pretrpio sam fond (ali taj je argument povezan s činjenicom da se radilo o SICAV UCITS fondu koji ima pravnu osobnost).

¹⁰⁹¹ S druge strane, smatramo da bi depozitar mogao isticati argument da je oštećenik sam skrivio takvu osobnu situaciju jer nije postupao kao razuman ulagatelj, odnosno jer je svu svoju ušteđevinu uložio u samo jedan fond.

¹⁰⁹² Prema hrvatskome pravu, uzročna veza se ne predmnijeva niti u okviru objektivne odgovornosti. Jedina iznimka je u slučaju štete od opasnih stvari prema čl. 1063. ZOO-a. U komparativnim pravima država članica EU-a također je temeljno pravilo da se uzročna veza ne predmnijeva, osim ako je zakonom izrijekom određeno drukčije. Vidi Koch, B. A., Koziol, H., Comparative Conclusions, u Koch, B. A., Koziol, H. (ur.), Unification of Tort Law: Strict Liability, Hague, 2002., str. 425. Tako i Dam, van C., op. cit. u bilj. 1058., str. 324. Pri tomu je kriterij predvidljivosti (*foreseeability*) nastanka štete važan za uspostavljanje uzročne veze, i slijedom toga, uspostavljanja odgovornosti štetnika. Tako i s komparativnog aspekta država članica EU vidi Bar, von C., op. cit. u bilj. 1070., str. 474.

¹⁰⁹³ Općenito se smatra da postoje tri stupnja vjerojatnosti za dokazivanje uzročne veze (*standard of proof*) odgovornosti štetnika. Kao prvo, najviši stupanj vjerojatnosti – *beyond reasonable doubt*. Kao drugi, viši stupanj vjerojatnosti – *clear and convincing evidence*. Kao treći, niži stupanj vjerojatnosti – *more likely than not*. Vidi Brüggemeier, G., op. cit. u bilj. 1057., str. 247. Komparacijom jurisdikcija, primjerice njemačke i engleske, uočava se različiti stupanj dokazivanja uzročne veze. Dok prema njemačkome pravu tužitelj mora dokazati postojanje uzročne veze s najvišim stupnjem vjerojatnosti, tj. *beyond reasonable doubt*, prema engleskome je pravu dovoljno da tužitelj dokaže, tzv. *more likely than*, tj. da je vjerojatnost postojanja uzročne veze veća od 50

vjerojatnosti postojanja uzročne veze koji bi štetnik morao dokazati. Ipak, ne bi bilo dovoljno dokazati da je vjerojatnost postojanja uzročne veze tek nešto iznad 50 %. Iako se radi o subjektivnoj ocjeni sudaca u konkretnom slučaju, u hrvatskoj se sudskoj praksi ipak u pravilu traži visoki stupanj vjerojatnosti postojanja uzročne veze između štetne radnje i štete.¹⁰⁹⁴ Stoga smatramo da bi u slučaju spora između ulagatelja i depozitara UCITS fondova sudovi tražili visoki stupanj vjerojatnosti postojanja uzročne veze između štetne radnje depozitara i štete nastale ulagateljima, a ocjenu o dokazanosti postojanja uzročne veze sudovi subjektivno će procjenjivati u konkretnom slučaju.

Pravila o uspostavljanju uzročne veze (*causation*) u odštetnim parnicama nisu ujednačena na razini EU-a.¹⁰⁹⁵ Tako i pravila o uspostavljanju uzročne veze između štetne radnje depozitara i nastale štete ulagateljima UCITS fonda nisu uređena u okviru UCITS zakonodavstva te su uglavnom prepuštena sudovima i njihovoj subjektivnoj ocjeni,¹⁰⁹⁶ u čemu hrvatski zakonodavac nije izuzetak.

U slučaju primjene hrvatskoga prava, hrvatski su sudovi uglavnom usvojili, tzv. teoriju adekvatne uzročnosti (*adequacy theory*).¹⁰⁹⁷ Prema ovoj teoriji, od svih okolnosti koje su povezane s nastalom štetom, kao uzrok nastanka štete uzimaju se u obzir samo one koje su tipične za nastanak određene štete, odnosno za koje se smatra da redovito dovode do određene

% Razvidno je da je tužitelj prema njemačkome pravu u težem položaju. Tako Dam, van C., op. cit. u bilj. 1058., str. 324. Također vidi pregledno u Wright, R. W., *Proving Causation: Probability versus Belief*, u Goldberg, R. (ur.), *Perspectives on Causation*, Oxford, 2011.

¹⁰⁹⁴ Primjerice u odluci Vrhovnog suda Republike Hrvatske, Rev 3428/1993, od 12. travnja 1995. izrijekom se spominje visok stupanj vjerojatnosti postojanja uzročne veze između štetne radnje i štete koji se, u navedenom slučaju, odnosio na spor povodom osiguranja imovine od požara i drugih rizika.

¹⁰⁹⁵ Tek je u rijetkim direktivama europski zakonodavac uopće spomenuo zahtjev postojanja uzročne veze (primjerice u okviru odgovornosti proizvođača za neispravan proizvod), ali niti u jednoj nije odredio kada se ima smatrati da je postojanje uzročne veze dokazano. Tako Durant, I. C., *Causation*, u Koziol, H., Schulze, R. (ur.), *Tort Law of the European Community*, Beč, 2008., str. 48. U okviru UCITS zakonodavstva, pitanje uzročne veze nije niti spomenuto kao zahtjev uspostavljanja odgovornosti depozitara. No, uzročna veza je općenito u nacionalnim zakonodavstvima država članica uvjet uspostavljanja izvanugovorne odgovornosti štetnika.

¹⁰⁹⁶ Općenito su pravila o uspostavljanju uzročne veze prepuštena subjektivnoj ocjeni sudaca. Tako Dam, van C., op. cit. u bilj. 1058., str. 307.

¹⁰⁹⁷ Crnić, I., Matić, J., *Odštetno pravo*, Zagreb, 2008., str. 6; Vizner, B., op. cit. u bilj. 369., str. 675. Pri tomu je ključna Odluka Ustavnog suda Republike Hrvatske broj: U-III-49/2008 od 24. lipnja 2008. (NN 78/08), koja izrijekom navodi: „Prema adekvacijskoj teoriji, među različitim događajima koji se mogu smatrati uzrocima nastale posljedice kao uzrok se uzima samo onaj koji je tipičan za postanak određenog štetnog događaja. Tipičan je onaj uzrok koji redovito dovodi do određene štete. To je onaj događaj za koji životno iskustvo pokazuje da se redovito uz njegovu pojavu može očekivati nastup određene štetne posljedice. Prema toj teoriji treba isključiti sve one manje-više slučajne događaje koji se upliću u redovito zbivanje, te su ušli u kompleks uzroka koji su prethodili šteti, ali ti uzroci nisu za štetan uspjeh tipični. U prvom redu među uzrocima koji su doveli do određene štetne posljedice mora biti ljudska radnja. No ljudska radnja podrazumijeva uz aktivitet i propust. Ako pri nastupu nekog štetnog događaja koincidiraju kao uzroci ljudska radnja i prirodni događaj, uzima se u obzir samo ljudska radnja. Ako djeluje više uzroka, a svi potječu od ljudske radnje, kao uzrok uzima se ona koja je štetnom uspjehu najbliža i za određeni štetni uspjeh tipična.“

štete.¹⁰⁹⁸ To znači da bi ulagatelji morali dokazati da je štetna radnja depozitara tipična za nastanak štete koja je nastala ulagateljima UCITS fonda. S obzirom na to da se u odštetnim parnicama protiv depozitara u svakom slučaju radi o složenim financijskim štetama, smatramo da će u praksi biti iznimno teško odrediti tipičnu radnju ili propust depozitara koja je dovela do točno određene štete ulagateljima UCITS fonda.

Dokazivanje uzročne veze općenito se pojavljuje kao najosjetljivije pitanje u sporovima iz tržišta kapitala, gdje sporovi vezani uz otvorene investicijske fondove bez pravne osobnosti nose još i dodatne izazove. Kao primjer navodimo slučajeve gdje su se ulagatelji pozivali na odgovornost društva za upravljanje zbog neurednog prospekta investicijskih fondova. Tako su u američkim slučajevima, sudovi odbijali tužbene zahtjeve ulagatelja zbog nedokazane uzročne veze između štetne radnje društva za upravljanje (neuredan prospekt) i štete nastale investicijskom fondu (smanjenje vrijednosti udjela fonda).¹⁰⁹⁹ Za razliku od odgovornosti iz prospekta gdje se ispituje uzročna veza između postojanja neurednog prospekta i utjecaja neistinitog prospekta na smanjenje cijene vrijednosnog papira koji je uvršten na uređeno tržište, kod UCITS fondova praktički je nemoguće dokazati tu vezu, s obzirom na to da udjeli UCITS fondova nisu predmet trgovanja na burzi (uređenom tržištu). Argumentira se da sam prospekt, pa tako i bilo kakav njegov nedostatak, ne utječe na visinu cijene udjela otvorenih investicijskih fondova, jer se vrijednost udjela računa po određenoj formuli, neovisno o percepciji ulagatelja na sekundarnom tržištu

¹⁰⁹⁸ Teoriju adekvatne uzročnosti prvi su razvili njemački pravni autori (*Adäquanztheorie*). Njome se ograničio opseg pravnog kauzaliteta. Naime, sve jurisdikcije kreću od istog kriterija za uspostavljanje kauzaliteta, tzv. *conditio sine qua non* ili u angloameričkom pravu tzv. *but for test*, u okviru kojih je ključno pitanje koje se postavlja: bi li šteta nastala i da štetnik nije djelovao kako je. Ako je odgovor negativan, tj. ako do štete ne bi došlo da štetnik nije djelovao na određeni način, smatra se da je uzročna veza uspostavljena. U suprotnom, kauzaliteta nema. Međutim, ovakav je test preširokog opsega, te neki argumentiraju da bez nametanja određenih ograničenja, kauzalitet bi mogao vremenski neograničeno ići unatrag (do Adama i Eve), što nije prihvatljivo. Vidi Dam, van C., op. cit. u bilj. 1058., str. 310 i dalje. O *sine qua non* kriteriju uzročne veze vidi opširno u Hart, H. L. A., Honoré, T., *Causation in the Law*, Oxford, 1985., str. 109 i dalje. I u francuskoj sudskoj praksi u većini se slučajeva primjenjuje teorija adekvatne uzročnosti (*la causalité adéquate*), iako se sudovi ne pozivaju izrijeком na nju. Zbog toga se pravni autori ograđuju u komentarima, te naglašavaju diskreciju koju suci vrlo često koriste u donošenju zaključaka je li dokazana uzročna veza ili ne. Tako Galand-Carval, S., *Causation under French Law*, u Spier, J. (ur.), *Unification of Tort Law: Causation*, Hague, 2000., str. 54 i dalje. U njemačkoj sudskoj praksi, iako je upravo ona razvila teoriju adekvatne uzročnosti, ova teorija ne predstavlja jedini temelj uspostavljanja uzročne veze. Kao dodatni kriterij izdvajamo ocjenu sudova o tome je li nastala šteta upravo ono što se štiti uspostavljanjem određenog prava ili interesa u pravnoj normi koju je štetnik povrijedio. Radi se, o tzv. *Schutzzwecklehre* ili *protective purpose rule*. Vidi Magnus, U., *Causation in German Tort Law*, u Spier, J. (ur.), *Unification of Tort Law: Causation*, Hague, 2000., str. 65.

¹⁰⁹⁹ Za analizu grupa američkih slučajeva iz odgovornosti iz prospekta društava za upravljanje vidi pregledno u Čulinović-Herc, E., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 24., str. 141. Također vidi: *Mutual Fund Prospectus Liability, Understanding and Managing the Risk*, ICI Mutual Risk Management Study, January 2010., <http://www.icimutual.com/claims-trends> (20. 6. 2014.), str. 15-16.

kapitala.¹¹⁰⁰ Time se ukazuje na specifičnost dokazivanja uzročne veze u odštetnim parnicama iz otvorenih investicijskih fondova bez pravne osobnosti.

S obzirom na velike poteškoće koje se javljaju pri dokazivanju uzročne veze u ovim i sličnim parnicama, valja ispitati ima li prostora za *de lege ferenda* uvođenje oborive presumpcije postojanja uzročne veze između štetne radnje depozitara i štete nastale UCITS fondu, odnosno ulagateljima.¹¹⁰¹ Za usporedbu, u njemačkome pravu uvedena je vremenski ograničena predmnjeva postojanja uzročne veze između „*neurednog prospekta i donošenja odluke o ulaganju*“,¹¹⁰² kako bi se poboljšao položaj ulagatelja pri dokazivanju da mu je nastala šteta (smanjenje vrijednosti vrijednosnog papira uvrštenog na uređenom tržištu) kao posljedica neurednog prospekta.

Prema ZOIFJP-u, društvo za upravljanje odgovara za prospekt UCITS fonda, a ne depozitar.¹¹⁰³ Međutim, kod odgovornosti depozitara UCITS fonda upitno je koju bi štetnu radnju valjalo označiti kao uzrok. Dok je kod odgovornosti iz prospekta izdavanje (odnosno distribucija) neurednog prospekta konkretna radnja koju je lako i vremenski odrediti, to svakako nije slučaj kada se radi o obvezama depozitara UCITS fonda. Kao što je analizirano, depozitar obavlja čitav niz poslova za UCITS fond, a povreda svakog od tih poslova može uzrokovati štetu ulagateljima. Upravo zbog toga što nije jasno o kojoj se štetnoj radnji radi, kao ni je li do štete došlo zbog radnje depozitara ili društva za upravljanje (kada primjerice društvo za upravljanje daje naloge, a depozitar provodi naloge raspolaganja zasebnom imovinom UCITS fonda pod uvjetom da su u skladu sa ZOIFJP-om i prospektom fonda), smatramo da nije opravdano uvesti oborivu predmnjevu uzročne veze između štetne radnje depozitara i nastale štete UCITS fondu.

4.2.1.1.4. Krivnja

Krivnja, odnosno nepažnja štetnika element je koji razlikuje subjektivnu i objektivnu odgovornost. Ono što je svojstveno modernom poimanju krivnje u izvanugovornom pravu jest

¹¹⁰⁰ Tako Geffen, D. M., A Shaky Future For Securities Act Claims Against Mutual Funds, Securities Regulation Law Journal, 37 (1), 2009, str. 24; Bullard, M. E, Dura, Loss Causation, and Mutual Funds: A Requiem for Private Claims?, Cincinnati Law Review, 76 (2), 2008., str. 577.

¹¹⁰¹ Prema ZOIFJP-u ne predmnjeva se uzročna veza između štetne radnje depozitara i štete nastale UCITS fondu. Također se ne predmnjeva niti u komparativnom njemačkom, austrijskom i slovenskom pravu.

¹¹⁰² Vidi analizu u Jakšić, T., op. cit. u bilj. 1085., str. 444 i dalje. Vremensko ograničenje trajanja predmnjeve je šest mjeseci od početka trgovanja na uređenom tržištu. To je period koji se označava kao tzv. „*ulagačko raspoloženje*“, odnosno kao razdoblje u kojemu je neuredan prospekt utjecao na donošenje odluke o ulaganju u ponuđene vrijednosne papire.

¹¹⁰³ Vidi analizu pod kojim uvjetima depozitar iznimno može kao prodajni zastupnik društva za upravljanje koji nudi udjele UCITS fonda odgovarati za neuredan prospekt UCITS fonda u poglavlju 4.2.5.

da se ona ocjenjuje objektivnim, a ne više subjektivnim kriterijima koji impliciraju osobnu i moralnu komponentu krivnje. To znači da će krivnja postojati ako štetnik nije primijenio stupanj pažnje koja se od njega zahtijeva.¹¹⁰⁴ Stoga se odgovornost zbog propuštanja postupanja s dužnom pažnjom (*negligence liability*) označava kao moderni tip izvanugovorne odgovornosti (*tort law*).¹¹⁰⁵

Objektiviziranje odgovornosti na temelju propuštanja dužne pažnje (nepažnje) provodi se primjenom standarda razumnog ponašanja (*reasonable person standard, le bon père de famille*) prema kojemu se ocjenjuje kako bi se razumna osoba, s istim stručnim znanjem i vještinama, ponašala pod istim okolnostima pod kojima se našao štetnik.¹¹⁰⁶ Pri tome se od stručnih osoba zahtijeva povećani stupanj pažnje,¹¹⁰⁷ koja se u hrvatskom pravu označava kao pažnja dobrog stručnjaka.

To je upravo stupanj pažnje koji se zahtijeva od depozitara što je uređeno u čl. 219. st. 1. ZOIFJP-a. On određuje da je depozitar dužan izvršavati poslove depozitara koji su određeni ZOIFJP-om i ugovorom o obavljanju poslova depozitara „*pažnjom dobrog stručnjaka, u skladu s načelom savjesnosti i poštenja, neovisno o društvu za upravljanje, svojem osnivaču ili imatelju kvalificiranog udjela i isključivo u interesu ulagatelja u UCITS fondove za koje obavlja poslove depozitara.*“

Postavlja se pitanje tko je dužan dokazati krivnju / nepažnju depozitara. S obzirom na to da to pitanje nije izrijeком određeno u okviru UCITS zakonodavstva,¹¹⁰⁸ ovisi o mjerodavnom

¹¹⁰⁴ Tako i s komparativne analize izvanugovornog prava država članica EU-a Lukas, M., op. cit. u bilj. 1063., str. 82. Također vidi: Widmer, P., Comparative Report on Fault as a Basis of Liability and Criterion of Imputation (Attribution), u Widmer, P. (ur.), Unification of Tort Law: Fault, Hague, 2005., str. 348.

¹¹⁰⁵ Brügge-meier navodi „negligence liability is the modern tort law.“ Vidi Brügge-meier, G., op. cit. u bilj. 1055., str. 305. Hrvatski zakonodavac nije izrijeком definirao nepažnju. Ističemo definiciju nepažnje (*Fahrlässigkeit*) njemačkoga zakonodavca koji § 276. st. 2. BGB-a određuje: „*Fahrlässig handelt, wer die im Verkehr erforderliche Sorgfalt außer Acht lässt.*“ Za razliku od toga, francuski zakonodavac predviđa samo krivnju (*faute*) za uspostavljanje subjektivne odgovornosti (čl. 1382. i čl. 1383. Code Civil), pri čemu je razvijanje subjektivnog i objektivnog kriterija za uspostavljanje *faute* prepušteno tumačenju sudova i pravne doktrine. Hrvatski zakonodavac, iako nije definirao krivnju, u čl. 1049. ZOO-a propisuje da „*krivnja postoji kad je štetnik prouzročio štetu namjerno ili nepažnjom*“.

¹¹⁰⁶ Tako i s komparativne analize izvanugovornog prava država članica EU-a vidi Dam, van C., op. cit. u bilj. 1058., str. 225.

¹¹⁰⁷ Tako i s komparativne analize izvanugovornog prava država članica EU-a vidi Widmer, P., u Widmer, P. (ur.), op. cit. u bilj. 1104., str. 349.

¹¹⁰⁸ Teret dokaza za odgovornosti depozitara za nastalu štetu ulagateljima UCITS fonda razmatran je pri izradi prijedloga UCITS V Direktive. Međutim, o zamjeni tereta dokaza, gdje se teret dokaza s ulagatelja prebacio na depozitara, govorilo se isključivo u okviru uvođenja objektivne odgovornosti depozitara za gubitak financijskih instrumenata UCITS fonda koje je bio dužan držati u skrbništvu. Tako ulagatelji više ne bi morali dokazivati da je do gubitka tih financijskih instrumenata došlo zbog postupanja depozitara s namjerom ili s nepažnjom, već bi depozitar odgovarao zbog same činjenice gubitka tih financijskih instrumenata, uz zamjenu tereta dokaza, što znači da bi depozitar morao dokazivati da je do gubitka došlo zbog „*external loss beyond its control*“. Za sve ostale povrede, depozitar bi odgovarao temeljem subjektivne odgovornosti, u okviru čega se na razini EU-a nije uredilo pitanje tko bi snosio teret dokaza i za što. Dakle, to je pitanje prepušteno nacionalnim zakonodavstvima. Vidi Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 31-39.

pravu države članice EU-a.¹¹⁰⁹ Prema hrvatskome pravu, kada štetnik odgovara temeljem subjektivne odgovornosti njegova se krivnja predmnijeva. Prema čl. 1045. st. 1. ZOO-a štetnik će odgovarati osim “*ako ne dokaže da je šteta nastala bez njegove krivnje*.” Dakle, radi se o oborivoj pravnoj presumpciji da postoji krivnja štetnika.¹¹¹⁰

Budući da ZOIFJP nije uredio ovo pitanje drukčije, to se primjenjuje i u slučaju subjektivne odgovornosti depozitara.¹¹¹¹ Drugim riječima, ulagatelji, odnosno društvo za upravljanje koje u svoje ime ostvaruje prava ulagatelja prema depozitaru sukladno čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a, ne moraju dokazivati da je depozitar u obavljanju poslova depozitara postupao namjerno ili s nepažnjom jer će se predmnijevati krivnja depozitara.

Time hrvatski zakonodavac pruža visoku razinu zaštite i povoljniji procesni položaj društvu za upravljanje, ali i ulagateljima u potencijalnim odštetnim parnicama protiv depozitara i u slučajevima kada nije propisana objektivna odgovornost depozitara prema ulagateljima. Subjektivna odgovornost temeljem pretpostavljene krivnje po svojim se značajkama približava objektivnoj odgovornosti, jer u oba slučaja oštećenici ne moraju dokazivati da je štetnik prouzročio štetu namjerno ili s nepažnjom.¹¹¹² Iako načelo pretpostavljene krivnje omogućava višu razinu zaštite, uočavamo da na razini EU-a zbog primjene različitog mjerodavnog prava, razina zaštite ulagatelja kada depozitar odgovara temeljem nepažnje može značajno varirati. Zbog toga usklađivanje ovog pitanja na razini EU-a ocjenjujemo vrlo bitnim za ujednačavanje razine zaštite ulagatelja UCITS fondova unutar unutarnjeg europskog tržišta kapitala.

Bez obzira na presumpciju krivnje depozitara, ulagatelji, odnosno društvo za upravljanje koje djeluje sukladno čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a, uvijek moraju dokazati da je depozitar počinio štetnu radnju, protupravnost štetne radnje, nastalu štetu te uzročnu vezu između štetne radnje i štete.

4.2.1.2. Naknada štete

¹¹⁰⁹ Na razini država članica EU-a pitanje tereta dokaza krivnje/nepažnje štetnika u slučaju subjektivne odgovornosti nije ujednačeno. Vidi Dam, van C., op. cit. u bilj. 1058., str. 304.

¹¹¹⁰ Tako i Gliha, I., Baretić, M., Nikšić, S., u Bussani, M. (ur.), op. cit. u bilj. 1078., str. 254. Takva se oboriva pretpostavka odgovornosti štetnika temeljem nepažnje u komparativnoj literaturi označava kao „*rebuttable negligence*“. Vidi Dam, van C., op. cit. u bilj. 1058., str. 305.

¹¹¹¹ Štoviše, u čl. 99. st. 3. ZOIFJP-a izrijekom je potvrđeno da društvo za upravljanje odgovara ulagateljima UCITS fonda „*prema kriteriju pretpostavljene krivnje*“, što jasno ukazuje da hrvatski zakonodavac nema namjeru propisivanja drukčijeg režima subjektivne odgovornosti subjekata u investicijskom poslu.

¹¹¹² Vidi Dam, van C., op. cit. u bilj. 1058., str. 305.

Naturalna restitucija prema općem režimu hrvatskoga odštetnog prava primarni je oblik naknade štete,¹¹¹³ dok je naknada u novcu dopuštena tek pod uvjetom ako ona nije moguća ili kada bi uzrokovala nerazmjerno velike troškove ili teškoće za štetnika.¹¹¹⁴ Dakle, kada depozitar odgovara temeljem subjektivne odgovornosti prvo će biti dužan nadoknaditi štetu naturalnom restitucijom. Tek ako naturalna restitucija nije moguća ili kada bi naturalna restitucija uzrokovala nerazmjerno velike troškove ili teškoće za depozitara, depozitar će moći nadoknaditi nastalu štetu UCITS fondu, tj. ulagateljima isplatom odgovarajućih novčanih sredstava.

Pri tomu će obveza naturalne restitucije u pravilu biti izjednačena s novčanom naknadom. Točnije, depozitar će biti dužan nadoknaditi razliku u vrijednosti neto imovine UCITS fonda nastalu kao posljedica štetne radnje depozitara.

4.2.1.3. Oslobođenje od subjektivne odgovornosti depozitara prema ZOIFJP-u

Prema čl. 223. st. 3. ZOIFJP-a, „*depozitar ne odgovara za štetu koja je nastala kao posljedica više sile*“. Općenito, posljedica postojanja više sile na strani dužnika jest da, iako i dalje odgovara za povredu obveze, oslobađa se odgovornosti za štetu.¹¹¹⁵ Pri tome dužnik snosi teret dokaza da nije mogao ispuniti svoju obvezu zbog nastupa više sile.

To znači da depozitar mora dokazati postojanje više sile, te ako dokaže, oslobodit će se odgovornosti za naknadu štete ulagateljima koja je time nastala. Primjenom kriterija iz čl.

¹¹¹³ Tako čl. 1085. st. 1. ZOO-a izrijekom predviđa da je odgovorna osoba dužna uspostaviti stanje koje je bilo prije nego što je šteta nastala. Tako i Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 628. Isto vrijedi i u njemačkome pravu, te većini drugih država *civil law* pravnog kruga. Međutim, zemlje *common law* pravnog kruga su kao prvi oblik naknade štete usvojile naknadu u novcu (money damages), a ne naturalnu restituciju (*compensation in kind*). Vidi Brüggemeier, G., op. cit. u bilj. 1057., str. 197.

¹¹¹⁴ Čl. 1085. st. 3. ZOIFJP. Naknada u naturalnoj restituciji može biti neprovediva zbog fizičke nemogućnosti – kada je stvar koja se treba vratiti uništena, te zbog pravne nemogućnosti – kada bi vraćanje stvari bilo protivno pozitivnim propisima. Tako Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 628. Isto i za njemačko pravo Brüggemeier, G., op. cit. u bilj. 1057., str. 197. Prema čl. 1085. st. 2. ZOO-a, ako se naturalnom restitucijom ne bi moglo u potpunosti otkloniti štetu, štetnik je dužan ostatak štete nadoknaditi u novcu. Također, naknada u novcu dosudit će se oštećeniku ako on to zahtijeva, a okolnosti danog slučaja ne opravdavaju uspostavu prijašnjeg stanja (čl. 1085. st. 4. ZOO).

¹¹¹⁵ Čl. 343. ZOO-a. Hrvatsko pravo regulira institut više sile u ZOO-u, u više članaka od kojih su najznačajniji čl. 343. i čl. 373. Nijedan ne spominje izričito termin viša sila, već je prvi članak naslovljen kao “oslobođenje dužnika od odgovornosti“, a drugi kao „nemogućnost ispunjenja za koju ne odgovara nijedna strana“. Uvjeti za pozivanje na višu silu su sljedeći. Prvo, mora se raditi o izvanrednom događaju. Drugo, događaj mora biti „vanjski“, što znači da mora biti izvan kontrole stranke. Treće, događaj mora nastupiti nakon sklapanja ugovora, a prije dospelosti obveze. Četvrto, događaj se u vrijeme sklapanja ugovora nije mogao predvidjeti. Nepredvidivost ide zajedno s izvanrednošću događaja, što je uvijek okosnica nastupa više sile. Peto, ugovorna strana nije mogla spriječiti, izbjeći ili otkloniti nastup više sile. Za komparativnu analizu više sile vidi više u Brunner, C., *Force Majeure and Hardship under General Contract Principles, Exemption for Non-Performance in International Arbitration*, Hague, 2009.

343. ZOO-a, depozitar mora dokazati da se radilo o vanjskim, izvanrednim i nepredvidivim okolnostima, koje nije mogao spriječiti, otkloniti ili izbjeći.

Osim više sile, depozitar se može osloboditi odgovornosti za nepažnju ako dokaže da je obavljao poslove depozitara u skladu s traženim stupnjem pažnje. Općenito, ako štetnik ne obavlja poslova u skladu s postavljenim stupnjem pažnje, tada govorimo o postojanju nepažnje te posljedično o odgovornosti temeljem nepažnje.¹¹¹⁶

Prema čl. 219. st. 1. ZOIFJP-a, depozitar je dužan izvršavati poslove depozitara koji su određeni ZOIFJP-om i ugovorom o obavljanju poslova depozitara „*pažnjom dobrog stručnjaka*“. Dakle, da bi se depozitar oslobodio odgovornosti za nepažnju temeljem čl. 223. st. 1. i čl. 223. st. 2. ZOIFJP-a, morat će dokazati da je pri obavljanju poslova depozitara primjenjivao pažnju dobrog stručnjaka.¹¹¹⁷ Smatramo da će u praksi depozitar primarno dokazivati da je djelovao u skladu s odredbama ZOIFJP-a i ugovorom o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda, postupajući pri tome u skladu s načelom savjesnosti i poštenja uz primjenu pravila struke.

4.2.1.4. Posebno o odgovornosti depozitara za kontrolu nad izračunom neto vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda

Pitanje odgovornosti depozitara za izračun neto vrijednosti imovine i udjela UCITS fonda nije regulirano u okviru UCITS zakonodavstva, već je ostavljeno nacionalnim zakonodavstvima. ZOIFJP je odgovornost depozitara ograničio na odgovornost za kontrolu izračuna koju je izvršilo društvo za upravljanje.¹¹¹⁸ Depozitar je dužan osigurati da je društvo za upravljanje izračunalo neto vrijednost imovine i cijenu udjela UCITS fonda u skladu s

¹¹¹⁶ Dakle, ključno je odrediti stupanj pažnje kojeg neka osoba mora primjenjivati u obavljanju određenih poslova. Beever, A., *Rediscovering the Law of Negligence*, Oxford, 2007., str. 73 i dalje.

¹¹¹⁷ U analizi komparativnog prava vezano uz dokazivanje da je štetnik primjenio dužnu pažnju, ističemo kriterij tzv. „*Learned Hand-Formula*“ koji su u praksi razvili američki sudovi u odštetnim parnicama za određivanje je li štetnik postupao s nepažnjom. Prema kriteriju „*Learned Hand-Formula*“, određena će radnja uvijek predstavljati nepažnju ako su troškovi za poduzimanje radnji prevencije nastanka štete manji od očekivanih gubitaka. Točnije „*an activity is always negligent, if the costs of adequate precaution are lower than the expected losses*“. Vidi Brügge-meier, G., op. cit. u bilj. 1055., str. 310. Ovaj se kriterij, naravno, može provesti jedino ako su dostupne precizne informacije o visini troškova koje bi štetnik imao da je poduzimao preventivne radnje i troškova, tj. štete koja je nastala zbog postupanja s nepažnjom. Uz to, javlja se i problem kriterija predvidljivosti visine štete prije no što je ona i nastala. U biti, „*Learned Hand-Formula*“ u sebi sadrži elemente klasičnog određenja nepažnje, prema kojemu nepažnja na strani štetnika postoji samo ako se radilo o predvidljivoj šteti koju je štetnik mogao izbjeći. Radi se o elementima „*foreseeability*“ i „*avoidability*“. Vidi: Brügge-meier, G., op. cit. u bilj. 1057., str. 75. Formula američkih sudova privlačna je jer nastoji jednostavnim ekonomskom jednadžbom riješiti pravne dvojbe postojanja odgovornosti temeljem nepažnje. Iako *prima facie* ovaj test izgleda jednostavan, primjenom na investicijski posao uočavaju se brojne zapreke. Najveća je svakako promjenjivost tržišnih uvjeta na tržištu financijskih instrumenata, za koje bi depozitar mogao tvrditi da su bili nepredvidivi ili da bi morao snositi nerazmjerne troškove za sprječavanje negativnog utjecaja tih promjena na UCITS fond.

¹¹¹⁸ Čl. 160. st. 4. ZOIFJP.

računovodstvenim politikama usvojenima zakonom i prospektom UCITS fonda.¹¹¹⁹ Dakle, prema ZOIFJP-u, društvo za upravljanje će odgovarati ulagateljima za štetu nastalu zbog pogrešnog izračuna neto vrijednosti imovine i udjela UCITS fonda, dok će depozitar odgovarati ulagateljima za štetu zbog povrede obveze da kontrolira izračun.

Time depozitar i društvo za upravljanje odgovaraju za poslove koje ulaze u sferu njihove odgovornosti. Tako se i u njemačkoj pravnoj literaturi smatra da će društvo za upravljanje i depozitar odgovarati ovisno o tome radi li se o povredi određene obveze koja ulazi u opseg poslova za koje odgovara društvo za upravljanje ili depozitar. Radi se o tzv. „*Sphärentheorie*“.¹¹²⁰

Do depozitareve će odgovornosti doći tek podredno, nakon što ulagatelji dokažu da je društvo za upravljanje nepravilno utvrđivalo izračun vrijednosti imovine i udjela UCITS fonda. Stoga će u pravilu za povredu izračuna vrijednosti imovine i udjela UCITS fonda ulagatelji zajedno tužiti depozitara i društvo za upravljanje. Nadalje, opseg naknade štete koju bi ulagatelji mogli potraživati od depozitara u slučaju povrede obveze kontrole izračuna iz čl. 160. st. 4. ZOIFJP-a nikako neće odgovarati iznosu stvarne štete koju su ulagatelji pretrpjeli zbog pogrešnog izračuna, već će biti potrebno odrediti visinu štete koju su ulagatelji pretrpjeli a do koje ne bi došlo da je depozitar pravilno obavljao poslove kontrole izračuna neto vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda.

Depozitar za povredu obveze kontrole izračuna iz čl. 160. st. 3. ZOIFJP-a i nastalu štetu odgovara ulagateljima temeljem pretpostavljene krivnje. Da bi se oslobodio odgovornosti, depozitar će dokazivati da je postupao s pažnjom dobrog stručnjaka, te da je u skladu s čl. 160. st. 3. i čl. 215.e ZOIFJP-a osigurao da je društvo za upravljanje izračunalo neto vrijednost imovine i cijenu udjela UCITS fonda u skladu s računovodstvenim politikama usvojenima zakonom i prospektom UCITS fonda.¹¹²¹

Uspoređujući navedena rješenja ZOIFJP-a s rješenjima iz ZIF-a 05, uočava se da je ZOIFJP smanjio opseg odgovornosti od one predviđene u ZIF-u 05, a koji je jasno propisivao da depozitar odgovora ne samo za kontrolu, već i za točnost izračuna neto vrijednosti imovine i

¹¹¹⁹ Čl. 160. st. 3. ZOIFJP. O tomu vidi više u poglavlju 3.3.4.

¹¹²⁰ Vidi: Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 135; Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 12.c KAGG Rbr. 11.

¹¹²¹ U slučaju nastanka štete, smatramo da bi argumenti depozitara mogli ići u smjeru nemogućnosti utvrđivanja točne vrijednosti imovine UCITS fonda zbog tržišnih kretanja koja su onemogućili točno utvrđivanje vrijednosti pojedinih financijskih instrumenata i druge imovine u koju je UCITS fond ovlašten ulagati, prikazivanja netočnih informacija trećih osoba s kojima je društvo za upravljanje poslovalo i drugo.

udjela UCITS fonda.¹¹²² U tom se slučaju moglo argumentirati da se radilo o solidarnoj odgovornosti depozitara i društva za upravljanje za pogrešan izračun.¹¹²³

Međutim, prema ZIF-u 05 i depozitar je mogao obavljati poslove izračuna neto vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda,¹¹²⁴ dok prema ZOIFJP-u takve mogućnosti više nema.¹¹²⁵ Dakle, temeljem zakona ograničili su se i poslovi koje depozitar može obavljati u okviru utvrđivanja neto vrijednosti imovine UCITS fonda, te sukladno tome i opseg odgovornosti koja iz toga proizlazi.

4.2.2. Objektivna odgovornost depozitara prema ulagateljima UCITS fonda

Prema čl. 220. st. 2. ZOIFJP-a „U slučaju gubitka imovine koji su pohranjeni na skrbništvo, depozitar u imovinu UCITS fonda vraća financijski instrument iste vrste ili odgovarajući iznos novčanih sredstava bez nepotrebnog kašnjenja.“¹¹²⁶ Razvidno je da se prema navedenom članku, ne traži krivnja/nepažnja depozitara ako je u pitanju gubitak financijskih instrumenata UCITS fonda. Depozitar, kao štetnik, odgovara na temelju objektivne činjenice da je šteta nastala, odnosno da su izgubljeni financijski instrumenti koji

¹¹²² Vidi čl. 151. st. 2. ZIF 05.

¹¹²³ Naime, čl. 42. ZOO-a predviđa da će se solidarnost dužnika predmnijevati ako je obveza dužnika nastala trgovačkim ugovorom, osim ako strane izrijeком isključe solidarnu odgovornost. Smatramo da se ova predmnjeva solidarnosti valja primijeniti na ugovorni odnos između depozitara i društva za upravljanje, jer ugovor o obavljanju poslova depozitara kojim se depozitar i obvezuje obavljati sve poslove predviđene ZOIFJP-om, svakako udovoljava uvjetima trgovačkog ugovora. Trgovački su ugovori prema čl. 14. st. 2. ZOO-a oni ugovori koje trgovci sklapaju među sobom, a sklopljeni posao spada u predmet poslovanja barem jednoga od njih ili je u vezi s predmetom poslovanja jednoga od njih. Neosporno je da su depozitar i društvo za upravljanje trgovci, te da elementi ugovora o obavljanju poslova depozitara spadaju u predmet njihova poslovanja. Stoga, da je ZOIFJP zadržao isto rješenje, zaključak bi bio da bi depozitar solidarno dogovarao ulagateljima za izračun neto vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda.

¹¹²⁴ Prema čl. 24. st. 1. ZIF-a 05, društvo za upravljanje moglo je delegirati sve administrativne poslove na treće osobe, uz prethodno odobrenje HANFE, pri čemu nije bilo zakonske zabrane da se posao izračuna neto vrijednosti i cijene udjela fonda delegira na depozitnu banku.

¹¹²⁵ Naime, prema čl. 64. st. 2. ZOIFJP-a, izrijeком je zabranjeno društvu za upravljanje da delegira posao izračuna neto vrijednosti i cijene udjela UCITS fonda na depozitara.

¹¹²⁶ Ovakvo rješenje u skladu je s čl. 24. st. 1. UCITS V Direktive, koji glasi „U slučaju takva gubitka financijskog instrumenta koji je pohranjen na skrbništvo, države članice osiguravaju da depozitar bez odgode vrati financijski instrument iste vrste ili odgovarajući iznos UCITS-u ili društvu za upravljanje koje djeluje u ime UCITS-a.“ Korespondentno je rješenje predviđeno i u čl. 21. st. 12. AIFM Direktive. I njemački je zakonodavac u novom KAGB-u koji je kao i ZOIFJP stupio na snagu u srpnju 2013. godine, u skladu s UCITS V Direktivom koja je tada bila u fazi prijedloga, izrijeком predvidio da je depozitar u slučaju gubitka financijskih instrumenata koje je držao u skrbništvu, dužan vratiti UCITS fondu financijske instrumente iste vrste ili odgovarajuća novčana sredstva bez odgađanja. § 77. st. 1. KAGB-a predviđa: „Im Fall eines solchen Abhandenkommens hat die Verwahrstelle dem inländischen OGAW oder der für Rechnung des inländischen OGAW handelnden OGAW-Verwaltungsgesellschaft unverzüglich ein Finanzinstrument gleicher Art zurückzugeben oder einen entsprechenden Betrag zu erstatten.“

su pohranjeni na skrbništvo depozitara,¹¹²⁷ što predstavlja odgovornost bez krivnje, odnosno objektivnu odgovornost (*strict liability*, *objektive Haftung*, *responsabilité sans faute*).¹¹²⁸

Općenito, ključni element za uspostavu objektivne odgovornosti štetnika postojanje je stvarne kontrole nad nastupom rizika za nastanak određene štete.¹¹²⁹ U okviru poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda, depozitar ostvaruje najviši stupanj kontrole upravo nad onim financijskim instrumentima UCITS fonda koje drži u skrbništvu.¹¹³⁰ To je glavni argument u prilog uvođenju objektivne odgovornosti depozitara u slučaju gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda koje drži u skrbništvu.

Snažan utjecaj k uvođenju objektivne odgovornosti depozitara u slučaju gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda na EU razini, izvršilo je francusko izvanugovorno odštetno pravo,¹¹³¹ te obveza skrbnika čije je obavljanje usluga podvrgnuto francuskom pravu

¹¹²⁷ Radi jasnijeg zakonskog izričaja, zakonodavac bi trebao umjesto termina „gubitak imovine“ koristiti termin „gubitak financijskih instrumenata UCITS fonda koje je depozitar dužan držati u skrbništvu“, s obzirom na to da potonje odgovara izričaju i rješenjima iz čl. 217. st. 1. t. 1. ZOIFJP-a.

¹¹²⁸ Tako i Clerc, C., Degee, J., u Zetzsche, D. (ur.), op. cit. u bilj. 812., str. 453. U t. 1.2.2. Explanatory Memorandum Prijedloga UCITS V Direktive, izričkom se zaključuje: „*'strict liability' standard obliging depositaries to return instruments lost in custody irrespective of fault or negligence is both conducive to ensuring a high level of investor protection and to achieving a uniform standard across the EU. In line with the needs of retail investors, liability in case of the loss of an instrument held in custody should be based on a uniform EU standard that entails a 'strict liability' for returning lost instruments at the cost of the principal custodian, without any option for the principal custodian to discharge liability in case of delegated custody.*“ Općenito, objektivna odgovornost postoji kada se za nastanak odgovornosti za štetu ne traži krivnja štetnika, već štetnik odgovara na temelju objektivne činjenice da je šteta nastala. Vidi: Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 613. Uvođenjem objektivne odgovornosti štetnika općenito se smatra kao poboljšanje položaja oštećenika, jer oštećenik više ne treba dokazivati krivnju, odnosno da je štetnik postupao s namjerom ili nepažnjom. Uvođenje objektivne odgovornosti primarno se povezuje s opasnim stvarima, kao što su automobili, kod kojih postoji povećani rizik nanošenja štete trećim osobama, no nikako nije ograničena samo na te slučajeve. Tako i hrvatski zakonodavac u čl. 1045. st. 4. ZOO-a predviđa da „*Za štetu bez obzira na krivnju odgovara se i u drugim slučajevima predviđenim zakonom.*“ No, objektivna odgovornost iznimka je u odnosu na subjektivnu odgovornost, te se temeljem objektivne odgovornosti odgovara isključivo ako je tako predviđeno zakonom (čl. 1045. st. 3. i čl. 1045. st. 4. ZOO).

¹¹²⁹ Tako s komparativnog aspekta država članica u okviru objektivne odgovornosti u izvanugovornim odnosima vidi: Koch, B. A., Koziol, H., u Koch, B. A., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 1092., str. 408 i dalje.

¹¹³⁰ Položaj skrbnika u određenoj mjeri odgovara položaju skladištara. Tako i mnogi autori smatraju da se na ugovor o polaganju vrijednosnih papira (a koji je po svojoj pravnoj naravi najbliži ugovoru o skrbništvu nad financijskim instrumentima) mogu primjenjivati odredbe ugovora o uskladištenju, posebno vezano uz obvezu čuvanja i vraćanja financijskih instrumenata. Vidi Markovinović, H., Tepeš, N., op. cit. u bilj. 760., str. 87; Gorenc, V., Zakon o obveznim odnosima s komentarom, Zagreb, 1998., str. 1294. Skladištar prema hrvatskome pravu odgovara temeljem objektivne odgovornosti. Vidi Česić, Z., Gorenc, V. et al., u Gorenc, V. (ur.), op. cit. u bilj. 229., str. 1102. I prema francuskome pravu skladištar snosi objektivnu odgovornost, ili tzv. *obligation de résultat*. Vidi Tournéau, le P., La Responsabilité Civile, Paris, 1976., str. 480. Za komparativni pregled odgovornosti za stvar u ostavi (*custodian liability*) vidi Werro, F., Palmer, V. V., Hahn, A.-C., u Werro, F., Palmer, V. V. (ur.), op. cit. u bilj. 1063., str. 419-423. Autori navode utjecaj francuskog prava o objektivnoj odgovornosti za stvari dane u ostavu na druga EU zakonodavstva, iako sva nisu usvojila načelo objektivne odgovornosti ostavoprimca. Kao razlog razvitka objektivne odgovornosti ostavoprimca, autori navode visoki stupanj kontrole koju ostavoprimac vrši nad stvarima u ostavi, čime se opravdava njegova pojačana odgovornost.

¹¹³¹ Zabilježeno je i pismo francuske ministrice Christine Lagarde u kojemu se traži da se isti režim odgovornosti kao u francuskome pravu usvoji i u drugim državama članicama kako bi se osigurala ista razina zaštite ulagateljima UCITS fondova. Vidi Siena, J., Depositary Liability – A Fine Mess and How to Get Out of It, u Zetzsche, D. (ur.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative

da vrate izgubljene financijske instrumente u imovinu fonda.¹¹³² Takva odgovornost skrbnika investicijskog fonda doktrinarno svoj pravni izvor ima u objektivnoj odgovornosti *gardiena* temeljem čl. 1384. Code Civila koja obuhvaća odgovornost za druge osobe i za stvari,¹¹³³ a koja je po širini svoje primjene bez presedana u kontinentalnoj Europi.¹¹³⁴

U nastavku će se analizirati pretpostavke odgovornosti depozitara temeljem objektivne odgovornosti te specifičnosti naknade štete u tim slučajevima.

4.2.2.1. Pretpostavke odgovornosti depozitara

Investment Funds, Kluwers Law International, 2012., str. 455. Vidi također: Economic and Financial Affairs Council, Background, Brussels, 16 January 2009, <http://www.eu2009.cz/assets/calendar/main-events/ecofin---background.pdf> (9. 4. 2014), str. 6. Često se nailazi na argument da se u francuskom pravu izvanugovornoj odgovornosti, i u okviru nje objektivnoj odgovornosti, daje prednost u odnosu na ugovornu odgovornost temeljem krivnje. Za razliku od toga, u većini država *civil law* pravnog kruga, objektivna odgovornost pripisana je izriekom samo za određene povrede, a koje se mahom odnose na odgovornost za štetu od opasne stvari ili od opasne djelatnosti. Razlog shvaćanja francuske sudske prakse i pravnih teoretičara u korist šire primjene izvanugovorne odgovornosti i ekstenzivnog tumačenja objektivne odgovornosti jest cilj da oštećenici ostvare kompenzaciju, tj. naknadu pretrpljene štete, gdje se argumentira da će do toga teže doći u okviru ugovorne nego u okviru izvanugovorne odgovornosti. Dok se u većini drugih država *civil law* pravnog kruga smatra da izvanugovorna, a posebice objektivna odgovornost, ima primarno preventivno značenje za potencijalne štetnike, u francuskom se pravu umjesto toga primarno ističe argument adekvatne naknade pretrpljene štete. Zamjene ciljeva od prevencije do nadoknade štete dovelo je do iznimno široke primjene izvanugovorne i objektivne odgovornosti u francuskom pravu. Vidi: Faure, M., Tort Liability in France: An Introductory Economic Analysis, u Deffains, B., Kirat, T. (ur.), Law and Economics in Civil Law Countries, Amsterdam, 2001., str. 179.

¹¹³² Tako čl. 322-7 AMF Regulation (dernière modification: 5 juin 2014.), predviđa da će skrbnik "*il a l'obligation de restituer les titres financiers qui sont inscrits en compte-titres dans ses livres*". Ključne su i presude *Cour de Cassation* u slučaju Lehman Brothers u kojima je sud presudio da je depozitar dužan vratiti izgubljene financijske instrumente, odnosno istu vrstu i količinu financijskih instrumenata ili odgovarajući iznos novčanih sredstava. Vidi: Cass. Com., 4 May 2010, no. 500, FS+P+B, Société générale v. Sté Day Trade Asset Management; Cass. Com., 4 May 2010, no. 497, FS+P+B, Sté RBC Dexia investors services bank France v. Sté Delta alternative management SAS; Cass. Com., 4 May 2010, no. 498, FS-D, Sté RBC Dexia Investor services bank France v. Sté Laffite capital management SAS.

¹¹³³ Točnije, čl. 1384. Code Civila predviđa: „*On est responsable non seulement du dommage que l'on cause par son propre fait, mais encore de celui qui est causé par le fait des personnes dont on doit répondre, ou des choses que l'on a sous sa garde.*“

¹¹³⁴ Za uspostavljanje izvanugovorne objektivne odgovornosti *gardiena*, dovoljno je da je *gardien* imao kontrolu nad osobama, odnosno nad stvarima ili pravo korištenja i raspolaganja tom stvari u trenutku nastanka štete. Na odgovornost skrbnika (*gardien*) temeljem čl. 1384. Code Civila može se pozivati isključivo u slučaju izvanugovorne odgovornosti. Vidi Dam, van C., op. cit. u bilj. 1058., str. 64. Koncept odgovornosti osobe za štetu koju je prouzročila stvar nad kojom ta osoba vrši kontrolu ima iznimno široku primjenu u francuskom pravu. U pravnoj se literaturi tako navodi da su francuski sudovi išli tako daleko da su u jednom slučaju ustanovili da je dijete koje je udarilo bocu koja je ležala na cesti postalo skrbnikom (*gardien*) te boce, makar u tih svega nekoliko sekundi. Temeljem toga se mogla uspostaviti njegova odgovornost za štetu prouzročenu tom bocom (Civ.2e 10 February 1982, JCP 1983. II. 20069). Ovako široko tumačenje koncepta odgovornosti za štetu od stvari ili osoba nad kojima štetnik ima kontrolu značajno se olakšalo uspostavljanje odgovornosti štetnika, jer se time evidentno zaobišlo pravne teškoće u određivanju pravnog odnosa između štetnika i stvari, odnosno između štetnika i osobe nad kojom vrši kontrolu. U usporedbi s njemačkim pravom, njemački pravni pisci smatraju da odgovornost *gardiena* prema francuskom pravu odgovara njemačkom konceptu odgovornosti za povredu postupanja s dužnom pažnjom, iako je francuski koncept širi i tradicionalno se povezuje s objektivnom odgovornošću. Vidi Bar, von C., The Common European Law of Torts, Volume One, Oxford, 1998., str. 127.

Uvođenjem objektivne odgovornosti depozitara za slučaj gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda koje je dužan držati u skrbništvu, nastojalo se ojačati položaj ulagatelja UCITS fonda prema depozitaru u slučaju nastanka takve štete. Povoljniji procesni položaj ulagatelja UCITS fonda očituje se i u tome što ne moraju dokazivati da je depozitar izgubio financijske instrumente UCITS fonda namjerno ili zbog nepažnje.

Opće pretpostavke za odgovornost temeljem objektivne odgovornosti su: štetna radnja, protupravnost štetne radnje, šteta i uzročna veza.¹¹³⁵ Stoga ulagatelji moraju dokazati da je depozitar počinio štetnu radnju, protupravnost štetne radnje depozitara, štetu i uzročnu vezu između štetne radnje i štete. O tim je elementima rečeno više u razradi subjektivne odgovornosti depozitara, te će se u nastavku obraditi samo neke osobitosti vezane uz objektivnu odgovornost depozitara.

Štetna radnja depozitara bila bi povreda obveze držanja financijskih instrumenata UCITS fonda u skrbništvu kako je propisano ZOIFJP-om, a šteta se sastoji od gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda, što će se obraditi u nastavku.

4.2.2.1.1. Šteta

Depozitar odgovara temeljem objektivne odgovornosti samo za gubitak financijskih instrumenata UCITS fonda koje je dužan držati u skrbništvu.¹¹³⁶ Za razliku od toga, ako bi došlo do gubitka financijskih instrumenata ili preostale zasebne imovine UCITS fonda koju depozitar ne drži na skrbništvu, ili ako bi došlo do smanjenja vrijednosti, ali ne i gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda koje depozitar drži u skrbništvu, depozitar će odgovarati temeljem subjektivne odgovornosti. Što je širi opseg financijskih instrumenata koje je depozitar dužan držati u skrbništvu time je i širi opseg depozitareve strože odgovornosti ako te financijske instrumente izgubi.¹¹³⁷ Takav pristup usklađen je s interesima ulagatelja UCITS fonda.

Postavlja se pitanje kada će se smatrati da su financijski instrumenti u skrbništvu depozitara izgubljeni, posebice u slučajevima delegacije poslova skrbništva na treće osobe, tj. poddepozitare. ZOIFJP, kao niti njegovi uzori, odnosno UCITS direktive ne daju odgovor na

¹¹³⁵ Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 613. Tako i s komparativne analize izvanugovornog prava država članica EU-a vidi Dam, van C., op. cit. u bilj. 1058., str. 225 i dalje.

¹¹³⁶ Razradu o tome koje je financijske instrumente depozitar dužan držati u skrbništvu vidi u poglavlju 3.3.1.1.2.

¹¹³⁷ Širenju kruga financijskih instrumenata koje je depozitar dužan držati u skrbništvu suprotstavlja se industrija koja argumentira da se time potiče ulagatelje da povratak izgubljenih financijskih instrumenata traže od depozitara, ne i od trećih osoba, tj. poddepozitara koje su odgovorne za gubitak. Argumentira se da depozitari time zapravo postaju „osiguratelji“, što posebice ne smatraju opravdanim u slučaju nužne delegacije poslova pohrane. Vidi Siena, J., u Zetzsche, D. (ur.), op. cit. u bilj. 1131., str. 471.

to pitanje. No ono je uređeno Uredbom 231/2013. Iako se radi o aktu primjenjivom na depozitare AIF-ova, smatramo da ih jednako tako treba primjeniti i na depozitare UCITS fondova s obzirom na to da je tehnička komponenta depozitarnih poslova ista neovisno o vrsti fondova o čijoj imovini skrbe. Tako Uredba 231/2013 u preambuli br. 114 određuje da se gubitkom financijskih instrumenata ima smatrati samo „konačan“ (*definitive*) gubitak kada nema mogućnosti povratka financijskih instrumenata fondu. Naprotiv, „*situacije u kojima je financijski instrument samo privremeno nedostupan ili zamrznut ne bi [se] smjele računati kao gubici*“¹¹³⁸ za koje je temeljem čl. 220. st. 2. ZOIFJP-a propisana objektivna odgovornost depozitara.

Prema čl. 100. st. 1. Uredbe 231/2013, financijski instrumenti smatrat će se izgubljenima u tri slučaja. Prvi, kada iskazano pravo „vlasništva“ fonda nad financijskim instrumentima nije valjano jer je prestalo ili nikada nije ni nastalo.¹¹³⁹ To će, primjerice biti slučaj ako je financijski instrument izgubljen zbog pogreške u vođenju knjiga koja se ne može ispraviti ili kada je fond upisan kao imatelj financijskih instrumenata temeljem krivotvorenih dokumenata i drugo.¹¹⁴⁰ Kao drugi slučaj spominje se situacija ako je fondu definitivno oduzeto pravo „vlasništva“ nad financijskim instrumentima.¹¹⁴¹ Treći je slučaj onaj ako fond definitivno ne može izravno ili neizravno raspolagati financijskim instrumentima.¹¹⁴² Pri utvrđivanju je li došlo do gubitka financijskih instrumenata nije odlučno je li to posljedica prijevare, nepažnje ili namjere depozitara.¹¹⁴³

Prema Uredbi 231/2013, pri dokazivanju da je došlo do gubitka, ključnu ulogu ima društvo za upravljanje. Ono je temeljem čl. 100. st. 2. Uredbe 231/2013 dužno utvrditi da je došlo do gubitka financijskih instrumenata fonda. Istim je člankom predviđeno da je društvo za upravljanje, kada utvrdi da je došlo do gubitka, dužno obavijestiti ulagatelje bez odgađanja.¹¹⁴⁴ Smatramo da bi se navedeno rješenje *de lege ferenda* trebalo usvojiti i za UCITS fondove.

¹¹³⁸ Vidi preambulu br. 114. Uredbe 231/2013.

¹¹³⁹ Na engleskom jeziku, čl. 100. st. 1.a Uredbe 231/2013 glasi: „*a stated right of ownership of the AIF is demonstrated not to be valid because it either ceased to exist or never existed*“.

¹¹⁴⁰ Ti su primjeri navedeni u preambuli br. 115. Uredbe 231/2013.

¹¹⁴¹ Na engleskom jeziku, čl. 100. st. 1.b Uredbe 231/2013 glasi: „*the AIF has been definitively deprived of its right of ownership over the financial instrument*“.

¹¹⁴² U originalu na engleskom jeziku, čl. 100. st. 1.c Uredbe 231/2013 glasi: „*the AIF is definitively unable to directly or indirectly dispose of the financial instrument*“.

¹¹⁴³ Čl. 100. st. 5. Uredbe 231/2013.

¹¹⁴⁴ Čl. 100. st. 2. Uredbe 231/2013. Društvo za upravljanje „*utvrđuje da je došlo do gubitka financijskog instrumenta nakon dokumentiranog postupka koji je stavljen na raspolaganje nadležnim tijelima. Kad je gubitak utvrđen, o njemu se odmah obavješćuju ulagatelji na trajnom mediju.*“

Za razliku od ta tri slučaja, financijski instrumenti se neće smatrati izgubljenima i kada fond više nije imatelj tih financijskih instrumenata, ali su oni zamijenjeni ili pretvoreni u druge financijske instrumente.¹¹⁴⁵ Primjerice, to će biti slučaj kada su dionice koje pripadaju fondu zamijenjene za nove dionice u postupku statusne promjene onog dioničkog društva o čijim se dionicama radi.¹¹⁴⁶

Posebno se pitanje postavlja treba li izgubljenima smatrati financijske instrumente UCITS fonda koji su pohranjeni u skrbništvo kod treće osobe koja je postala insolventna, odnosno nad kojom je otvoren stečajni postupak. Uredba 231/2013 u čl. 100. st. 4. daje odgovor da se financijski instrumenti neće smatrati izgubljenima samim činom otvaranja stečajnog postupka nad osobom koja te instrumente drži u skrbništvu. Tada će se financijski instrumenti smatrati izgubljenima samo ako je došlo do jednog od slučaja kojeg predviđa čl. 100. st. 1. Uredbe 231/2013. Iako je moguće utvrditi da je do gubitka financijskih instrumenata došlo i prije, najkasnije do takvog gubitka dolazi (odnosno treba doći) okončanjem stečajnog postupka nad poddepozitarom.¹¹⁴⁷ Depozitar i društvo za upravljanje dužni su pratiti tijek stečajnog postupka kako bi odredili jesu li financijski instrumenti fonda „uistinu izgubljeni“ (*effectively lost*).¹¹⁴⁸ Smatramo da bi se isto rješenje *de lege ferenda* trebalo usvojiti i za UCITS fondove.

U svakom slučaju, neće se smatrati gubitkom financijskog instrumenta okolnost da je došlo do smanjenja njegove vrijednosti zbog (loše) investicijske odluke društva za upravljanje,¹¹⁴⁹ što smatramo da se analogno primjenjuje i na UCITS fondove. Točnije, neće se raditi o gubitku financijskih instrumenata UCITS fonda ako dođe do investicijskoga gubitka UCITS fonda.

4.2.2.2. Naknada štete

Prema čl. 220. st. 2. ZOIFJP-a, zakonodavac predviđa da u slučaju gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda, a koje je depozitar bio dužan držati u skrbništvu „...*depozitar u imovinu UCITS fonda vraća financijski instrument iste vrste ili odgovarajući iznos novčanih*

¹¹⁴⁵ Vidi čl. 100. st. 3. Uredbe 231/2013.

¹¹⁴⁶ Taj je primjer naveden u preambuli br. 116. Uredbe 231/2013.

¹¹⁴⁷ Tako čl. 100. st. 4. Uredbe 231/2013 predviđa „*Mora postojati sigurnost da je ispunjen jedan od uvjeta određenih u stavku 1. najkasnije do završetka postupka insolventnosti.*“

¹¹⁴⁸ Čl. 100. st. 4. Uredbe 231/2013.

¹¹⁴⁹ Tako je izrijekom objašnjeno i u preambuli br. 113. Uredbe 231/2013.

sredstava...“.¹¹⁵⁰ Vraćanje izgubljenih financijskih instrumenata predstavlja, tzv. naturalnu restituciju ili uspostavu prijašnjeg stanja (*compensation in kind*).

Međutim, iz dikcije čl. 220. st. 2. ZOIFJP-a proizlazi da naturalna restitucija više nije primarni oblik naknade štete, već depozitar može naknaditi štetu na oba načina. Pri tome ZOIFJP nije postavio kriterije kojima bi se depozitar trebao rukovoditi pri odlučivanju hoće li izvršiti naturalnu restituciju ili će vratiti novčani ekvivalent, iz čega proizlazi da depozitar sam odlučuje o načinu naknade štete u slučaju gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda koje je bio dužan držati u skrbništvu.

Takvo rješenje pogoduje depozitaru više no što bi bio slučaj da je hrvatski zakonodavac zadržao primat naturalne restitucije kao načina naknade štete. Naime, naturalna restitucija zahtijeva povrat u prijašnje stanje prije nastanka štete. Općenito se smatra da zahtjev za naturalnom restitucijom ima šire značenje od pukog određenja načina naknade štete. Obveza naturalne restitucije diktira opseg naknade štete, pa ona ovisno o konkretnim okolnostima, može katkad rezultirati ispunjavanjem težih zahtjeva prema štetniku od zahtjeva za isplatom odgovarajućeg iznosa novčanih sredstava.¹¹⁵¹ Ako bi naturalna restitucija bila primarni oblik naknade štete depozitar bi morao kupiti financijski instrument iste vrste na otvorenom tržištu što bi uključivalo i dodatne transakcijske troškove. Mogućnost naknade isplatom u novcu prema tržišnoj vrijednosti izgubljenog financijskog instrumenta svakako je manje zahtjevna zadaća za depozitara.

Nadalje, postavlja se pitanje postavlja li čl. 220. st. 2. ZOIFJP-a ujedno i gornju granicu visine štete koju ulagatelji mogu potraživati od depozitara (*limitation of damages*) na visinu stvarne štete koja je nastala UCITS fondu, tj. ulagateljima. Članak 220. st. 2. ZOIFJP-a i čl. 24. st. 1. UCITS V Direktive¹¹⁵² to nisu izrijeком odredili. Stoga smatramo da nema temelja

¹¹⁵⁰ Što je u skladu s čl. 24. st. 1. UCITS V Direktive.

¹¹⁵¹ Tako Bar, von C., op. cit. u bilj. 1070., str. 134. Von Bar navodi kao primjer oštećenje stvari koja ima relativno malu vrijednost na tržištu, 100 eura, dok bi popravak te stvari koštao dvostruko, 200 eura. Traži li se od štetnika naknadu štete u naturalnoj instituciji, tada bi štetnik morao popraviti stvar jer bi to u punom smislu zahtijevao načelopovratka u prijašnje stanje, te je jasno da bi u tom slučaju opseg naknade štete bio veći no u slučaju nadoknade tržišne vrijednosti oštećene stvari.

¹¹⁵² EU zakonodavac propisao je ograničenje odgovornosti štetnika tek u nekoliko direktiva do sada, kao što je primjerice Direktiva 85/374/EEC o odgovornosti proizvođača za neispravan proizvod (Council Directive 85/374/EEC of 25 July 1985 on the approximation of the laws, regulations and administrative provisions of the Member States concerning liability for defective products, SL L 210, 07/08/1985, p. 29–33). U svima se radilo o ograničenju odgovornosti štetnika u slučaju objektivne odgovornosti. Tako Magnus, U., *Limitations of Liability under EC Tort Law*, u Koziol, H., Schulze, R. (ur.), *Tort Law of the European Community*, Beč, 2008., str. 282. Međutim, EU zakonodavac je pri tome izrijeком propisivao da države članice mogu dopustiti ograničenje u visini naknade štete (primjerice čl. 16. Direktive 85/374/EEC o odgovornosti proizvođača za neispravan proizvod). U tom smislu, u čl. 24. st. 1. UCITS V Direktive nije izrijeком propisao da se radi o ograničenju visine naknade štete depozitara, što otvara prostor daljnjem tumačenju namjere EU zakonodavca. Kao jedan od problema koje je prepoznao prije izrade UCITS V Direktive jest što su neke države članice propisivale da je depozitar stvarno dužan vratiti izgublenu imovinu UCITS fonda u slučaju nastanka takve štete, dok su druge

da se čl. 220. st. 2. ZOIFJP-a tumači kao ograničenje visine štete na stvarnu štetu, rukovodeći se potrebom zaštite ulagatelja UCITS fonda. *De lege ferenda*, zalažemo se za usvajanje odredbe prema kojoj obveza depozitara na vraćanje financijskih instrumenata iste vrste ili uplate odgovarajućih novčanih sredstava ne utječe na pravo ulagatelja da koriste druga prava koja im stoje na raspolaganju sukladno općim propisima odštetnog prava.¹¹⁵³

4.2.2.3. Oslobođenje od objektivne odgovornosti depozitara prema ZOIFJP-u

Objektivna odgovornost nije sinonim za apsolutnu odgovornost.¹¹⁵⁴ Tako ZOIFJP kao *lex specialis* regulira posebne razloge oslobođenja od izvanugovorne objektivne odgovornosti depozitara u čl. 220. st. 3. ZOIFJP-a.¹¹⁵⁵

Prema čl. 220. st. 3. ZOIFJP-a, depozitar neće odgovarati za gubitak financijskih instrumenata UCITS fonda pohranjenih u skrbništvo depozitara „*ako može dokazati da je gubitak nastao kao rezultat vanjskog događaja izvan njegove razumne kontrole, čije bi posljedice bile neizbježne unatoč svim razumnim nastojanjima da se one izbjegnu.*“¹¹⁵⁶ Dakle,

dopuštale da depozitar ograniči svoju odgovornost za vraćanje izgubljene zasebne imovine UCITS fonda. Vidi Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 56. Stoga je čl. 24. st. 1. UCITS V Direktive usmjeren k pooštavanju odgovornosti depozitara u slučaju gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda koje je dužan držati u skrbništvu. Također, iz čl. 24. st. 3. UCITS V Direktive, jasna je namjera EU zakonodavca da ukine mogućnost ograničenja ili isključenja odgovornosti depozitara od režima odgovornosti depozitara predviđenog u UCITS V Direktivi. Slijedom navedenoga, smatramo da namjera EU zakonodavca nije bila da se čl. 24. st. 1. UCITS V Direktive tumači kao ograničenje odgovornosti depozitara na naknadu stvarne štete koju je depozitar prouzročio UCITS fondu, odnosno ulagateljima, već da se poboljša položaj ulagatelja. U skladu s time, valja tumačiti da nije bila namjera lišiti ulagatelje UCITS fonda drugih prava sukladno *lex generalis* odredbama nacionalnog odštetnog prava.

¹¹⁵³ Uzor pri tomu može biti njemački zakonodavac koji je u slučaju gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda koje je depozitar bio dužan držati u skrbništvu, također po uzoru na UCITS V Direktivu, koja je u trenutku njegova donošenja bila u fazi prijedloga, predvidio da je depozitar u UCITS fond dužan vratiti financijske instrumente ili uplatiti odgovarajuća novčana sredstva. Međutim, izrijekom je predviđeno da ova obveza depozitara ne utječe na ostala prava ulagatelja zbog povrede depozitara, a koja se temelje na građanskopravnom položaju ulagatelja u odnosu na depozitara. § 77. st. 1. KAGB-a predviđa: „*Weitergehende Ansprüche, die sich aus den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen oder unerlaubten Handlungen ergeben, bleiben unberührt.*“

¹¹⁵⁴ U pravnoj se literaturi objektivna odgovornost označava kao „*limited absolute liability*“. Vidi: Brüggemeier, G., op. cit. u bilj. 1057., str. 82. Tako i u okviru općeg režima objektivne odgovornosti, ZOO u čl. 1067. propisuje razloge za oslobođenje štetnika od odgovornosti. To su sljedeći razlozi: u slučaju više sile, odnosno dokaz „*da šteta potječe od nekog nepredvidivog uzroka koji se nalazio izvan stvari, a koji se nije mogao spriječiti, izbjeći ili otkloniti*“ (čl. 1067. st. 1. ZOO) i dokaz „*da je šteta nastala isključivo radnjom oštećenika ili treće osobe, koju on nije mogao predvidjeti i čije posljedice nije mogao ni izbjeći, ni otkloniti*“ (čl. 1067. st. 2. ZOO). Uz to, ako je oštećenik djelomično pridonio nastanku štetu, tada se štetnik može djelomično osloboditi svoje odgovornosti (čl. 1067. st. 3. ZOO).

¹¹⁵⁵ Prema čl. 1067. ZOO-a, razlozi za oslobođenje od objektivne odgovornosti su viša sila i slučaj kada je šteta nastala isključivo radnjom oštećenika ili treće osobe. Tako i Česić, Z., Gorenc, V. et al., u Gorenc, V. (ur.), op. cit. u bilj. 229., str. 1615. Rješenja iz ZOIFJP-a imaju prednost u odnosu na *lex generalis* rješenja iz čl. 1067. ZOO-a. To znači da se za oslobođenje depozitara od objektivne odgovornosti ne traže kriteriji više sile ili radnja treće osobe, već novostvoreni kriterij iz čl. 220. st. 3. ZOIFJP-a.

¹¹⁵⁶ Isto je predviđeno u čl. 24. st. 1. UCITS V Direktive. Točnije, predviđa se: „*Depozitar nije odgovoran ako može dokazati da je gubitak nastao kao rezultat vanjskog događaja izvan njegove razumne kontrole, čije bi*

da bi se oslobodio odgovornosti za gubitak financijskih instrumenata UCITS fonda koje je držao u skrbništvu, depozitar mora dokazati da su ispunjeni svi elementi iz čl. 220. st. 3. ZOIFJP-a.

Iako se na prvi pogled čini da je riječ o višoj sili, uvedena osnova oslobođenja od objektivne odgovornosti depozitara po svom se značenju više približava konceptu ekonomske nemogućnosti na strani štetnika, odnosno *economic impossibility* ili *commercial impracticability*.¹¹⁵⁷ U biti, došlo je do zamjene koncepta faktične nemogućnosti sprječavanja nastanka štetnih posljedica u okviru više sile,¹¹⁵⁸ konceptom ekonomske nemogućnosti sprječavanja nastanka štete.¹¹⁵⁹ Troškovi sprječavanja štete mogli bi se ocijeniti kao pretjerani ili nesrazmjerno teški za odgovornu osobu, tj. štetnika. Međutim, kriterij ekonomske nemogućnosti nije prihvatljiv za institut više sile.¹¹⁶⁰

Tako se više od depozitara ne traži dokaz faktične nemogućnosti sprječavanja nastanka štetnih posljedica,¹¹⁶¹ već da je uložio razumna nastojanja da se izbjegnu štetne posljedice. Time se ocjenjuje je li depozitar obavljao poslove depozitara s pažnjom dobrog stručnjaka, a što je tradicionalno kriterij za subjektivnu, a ne objektivnu odgovornost štetnika.¹¹⁶²

EU zakonodavac detaljnije je pojasnio elemente za oslobođenje od odgovornosti depozitara u Uredbi 231/2013, a za tumačenje istovjetnoga kriterija iz čl. 21. st. 12. AIFM Direktive. Tumačenja Uredbe 231/2013 smatramo indikativnima i za depozitare UCITS fondova.

posljedice bile neizbježne unatoč svim razumnim nastojanjima da se one izbjegnu.“ Isti standard oslobođenja odgovornosti depozitara kada odgovara temeljem objektivne odgovornosti za gubitak financijskih instrumenata koje je dužan držati u skrbništvu predviđa i čl. 21. st. 12. AIFM Direktive. I njemački je zakonodavac usvojio ovu osnovu oslobođenja od objektivne odgovornosti depozitara UCITS fondova. Tako § 77. st. 1. KAGB-a predviđa: „*Die Verwahrstelle haftet nicht, wenn sie nachweisen kann, dass das Abhandenkommen auf äußere Ereignisse zurückzuführen ist, deren Konsequenzen trotz aller angemessenen Gegenmaßnahmen unabwendbar waren.*“

¹¹⁵⁷ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 326.

¹¹⁵⁸ Vidi Brunner, C., op. cit. u bilj. 1115., str. 78. Pri tome nemogućnost ispunjenja obveze može biti objektivna (obveznik niti itko drugi ne bi mogao ispuniti tu obvezu) ili subjektivna (obveznik ne može ispuniti obvezu), gdje se u oba slučaja obveznik može pozivati na višu silu radi oslobođenja ispunjenja preuzete obveze. Također vidi općenito Declercq, P. J. M., *Modern analysis of the legal effect of force majeure clauses in situations of commercial impracticability*, Journal of Law and Commerce, 15, 1995.; Kelley, J. D., *So what's your excuse? An analysis of force majeure claims*, Texas Journal of Oil, Gas and Energy Law, 2, 2007. Također vidi Goldštajn, A., Državni akti i vanjskotrgovački ugovori, Zagreb, 1981., str. 18.

¹¹⁵⁹ Razradu o ekonomskoj nemogućnosti ispunjenja obveza vidi u Brunner, C., op. cit. u bilj. 1115., str. 82 i dalje.

¹¹⁶⁰ Tako Brunner, C., op. cit. u bilj. 1115., str. 78.

¹¹⁶¹ Tzv. “practical impossibility”. Za razradu ovog kriterija više sile vidi više u Brunner, C., op. cit. u bilj. 1115., str. 82 i dalje.

¹¹⁶² Slažemo se s ocjenom kriterija iz čl. 24. st. 1. UCITS V Direktive da se radi o „*reinforced obligation of due care in connection with the obligation to return.*“ Tako Clerc, C., Degee, J., u Zetzsche, D. (ur.), op. cit. u bilj. 812., str. 454. Uspoređujući s francuskim *obligation de résultat*, autori smatraju da je usvojeni kriterij u AIFM Direktivi, kao i predloženi u Prijedlogu UCITS V Direktive, koji je zatim i usvojen, blaži kriterij za oslobođenje od odgovornosti.

Prema čl. 101. st. 1. Uredbe 231/2013, depozitar se može osloboditi odgovornosti za gubitak financijskih instrumenata UCITS fonda koje je držao u skrbništvu ako dokaže da su kumulativno ispunjena tri uvjeta. Prvi je uvjet da je gubitak financijskih instrumenata rezultat vanjskog događaja, odnosno da „*događaj koji je doveo do gubitka nije posljedica nikakvog postupanja ili propusta depozitara ili treće osobe kojoj je delegirano skrbništvo nad financijskim instrumentima*“.¹¹⁶³

Drugi je uvjet da depozitar „opravdano“ nije mogao spriječiti događaj koji je uzrokovao gubitak „*unatoč donošenju svih mjera opreza koje su obveza pažljivog depozitara u skladu s uobičajenom praksom u sektoru*“.

Prva dva uvjeta će se prema čl. 101. st. 2. Uredbe 231/2013 smatrati ispunjenima ako depozitar izgubi financijske instrumente UCITS fonda u slučaju prirodnih pojava koje su izvan ljudske kontrole i utjecaja, u slučaju javnopravnog akta (zakona, odluke, uredbe, rješenja i drugo)¹¹⁶⁴ državnog tijela i suda koji utječe na financijske instrumente koji su pohranjeni na skrbništvo, te u slučajevima rata, pobune ili većih nereda.

Treći je uvjet da depozitar nije mogao spriječiti gubitak „*unatoč strogim i sveobuhvatnim postupcima dužne pažnje*“.¹¹⁶⁵

Kako se depozitar ne bi prekomjerno pozivao na ovu mogućnost oslobođenja, prema Uredbi 231/2013, neće se smatrati da su ispunjeni navedeni uvjeti za oslobođenje odgovornosti depozitara ako je do gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda pohranjenih u skrbništvu došlo kao posljedica računovodstvene pogreške, poslovnog propusta te neispunjenja zahtjeva o odvajanju zasebne imovine UCITS fonda od imovine depozitara ili poddepozitara.¹¹⁶⁶

UCITS V Direktiva u Preambuli br. 26 također propisuje da se depozitar ne bi trebao moći osloboditi odgovornosti za gubitak financijskih instrumenata do kojih je došlo zbog određene „unutarnje situacije“ depozitara kao što bi bila prijevara njegova zaposlenika.

¹¹⁶³ Ovaj je uvjet u skladu sa zahtjevima za uspostavljanje više sile, gdje se prema čl. 343. ZOO-a traži da se radi o vanjskom događaju.

¹¹⁶⁴ O državnim aktima kao kategoriji pravne nemogućnosti ispunjenja ugovora pisao je Goldštajn, A., op. cit. u bilj. 1158., str. 44 i dalje.

¹¹⁶⁵ Posljednji se kriterij nadalje razrađuje, te se prema čl. 101. st. 1. Uredbe 231/2013 smatra da je ispunjen ako je depozitar osigurao da su depozitar i treća osoba kojoj je delegirano skrbništvo nad financijskim instrumentima poduzeli sljedeće mjere: (i) uspostava i provođenje postupaka te osiguranje stručnog znanja koji su primjereni i razmjerni vrsti i složenosti imovine fonda kako bi se pravovremeno utvrdili i kontinuirano pratili vanjski događaji koji mogu dovesti do gubitka financijskog instrumenta koji je pohranjen na skrbništvo; (ii) kontinuirano ocjenjivanje predstavlja li bilo koji od utvrđenih događaja iz točke i. značajan rizik gubitka financijskog instrumenta koji je pohranjen na skrbništvo, te (iii) obavješćivanje društva za upravljanje o značajnim utvrđenim rizicima i donošenje odgovarajućih mjera, ako postoje, za sprječavanje ili smanjenje gubitka financijskih instrumenata koji su pohranjeni na skrbništvo.

¹¹⁶⁶ Vidi čl. 101. st. 3. Uredbe 231/2013.

Postavlja se pitanje može li se depozitar temeljem čl. 220. st. 3. ZOIFJP-a osloboditi odgovornosti za gubitak financijskih instrumenata u skrbništvu poddepozitara zbog toga što pravo države poddepozitara ne priznaje učinke pravilno provedenog odvajanja zasebne imovine UCITS fonda od imovine poddepozitara. Primjeni li se tumačenje iz Uredbe 231/2013 i na depozitare UCITS fondova, takav bi se događaj smatrao javnopravnim aktom,¹¹⁶⁷ što znači da bi prva dva uvjeta iz čl. 101. st. 1. Uredbe 231/2013 bila ispunjena. Međutim, depozitar bi tek trebao dokazati da je ispunio i treći uvjet, odnosno da je uložio dužnu pažnju da bi spriječio gubitak financijskih instrumenata UCITS fonda.

Prema hrvatskome pravu, smatramo da bi depozitar svakako trebati dokazivati da je, između ostaloga, obavijestio društvo za upravljanje kada je postao svjestan da odvajanje imovine nije dovoljno da bi se osigurala zaštita financijskih instrumenata UCITS fonda u slučaju insolventnosti poddepozitara.¹¹⁶⁸ Također, smatramo da bi depozitar trebao dokazati i da je pratio i procjenjivao rizike povezane sa skrbništvom nad financijskim instrumentima UCITS fonda, te da je obavještavao društvo za upravljanje o prepoznatim rizima,¹¹⁶⁹ što se posebice odnosi na slučajeve kada su poslovi skrbništva delegirani poddepozitaru.¹¹⁷⁰

Uredba 231/2013 u preambuli br. 119 predviđa da bi društvo za upravljanje nakon dobivenog upozorenja od depozitara o rizicima povezanima s delegiranim poslovima skrbništva nad financijskim instrumentima trebalo dati uputu depozitaru, i to u pisanom obliku. U uputi bi trebalo jasno stajati je li depozitar dužan nastaviti držati financijske instrumente koji su izloženi povećanim rizicima. Predviđa se i da bi se o tako danoj uputi bez odgađanja trebalo obavijestiti ulagatelje.¹¹⁷¹ *De lege ferenda*, smatramo da bi hrvatski zakonodavac trebao izrijekom usvojiti obvezu depozitara da zatraži uputu društva za upravljanje kada uoči povećani rizik za financijske instrumente koje drži u skrbništvu, te da se o danoj uputi obavijesti ulagatelje UCITS fonda. To je ujedno način da se ulagatelji upoznaju s time da postoje povećani rizici držanja u pohrani nekih financijskih instrumenata koji pripadaju zasebnoj imovini UCITS fonda, te da ovisno o tome, donesu odluku hoće li i dalje ostati u UCITS fondu ili ne. Ta bi obavijest bila važan dokaz u eventualnim parnicama za naknadu štete ulagatelja protiv depozitara, ali i protiv društva za upravljanje u slučajevima

¹¹⁶⁷ Vidi preambulu br. 118. Uredbe 231/2013.

¹¹⁶⁸ Ta je obveza depozitara predviđena u čl. 7. st. 1. t. 8. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

¹¹⁶⁹ Ta je obveza depozitara predviđena u čl. 15. st. 1. t. 7. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

¹¹⁷⁰ Vidi čl. 22. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

¹¹⁷¹ U krajnjem slučaju, uredba 231/2013 u preambuli br. 119. čak navodi da bi depozitar, ukoliko društvo za upravljanje ne uvaži njegova upozorenja o riziku gubitka financijskih instrumenata, trebao uzeti u obzir da raskine ugovor o obavljanju poslova depozitara.

ako bi ono nastavilo ulagati u financijske instrumente za koje postoji povećani rizik njihova gubitka unatoč upozorenju depozitara.

4.2.3. Posebno o ugovornom ograničenju ili isključenju odgovornosti depozitara prema ulagateljima UCITS fonda

ZOIFJP *ne poznaje* izričitu zabranu ograničenja ili isključenja odgovornosti depozitara prema ulagateljima. Suprotno od toga, čl. 24. st. 3. UCITS V Direktive predviđa da odgovornost depozitara „[...] *ne isključuje se niti se ograničuje sporazumom.*“ Ako depozitar ipak sklopi sporazum kojim se njegova odgovornost prema ulagateljima isključuje ili ograničava, takav će sporazum prema čl. 24. st. 4. UCITS V Direktive biti ništetan (*void*). Stoga treba ispitati može li depozitar ograničiti ili isključiti svoju odgovornost prema ulagateljima ako se radi o odgovornosti koja proizlazi iz čl. 220. st. 2., odnosno čl. 223. ZOIFJP-a.

U širem smislu, pitanje je može li se ugovorno ograničiti ili isključiti izvanugovornu odgovornost (*tort liability*). Iako se to u pravnoj literaturi označava kao kontroverzno pitanje, smatra se da je to načelno moguće, osim ako ta mogućnost nije izrijekom zabranjena zakonom.¹¹⁷²

S obzirom na to da nije moguće ugovorno isključiti niti ograničiti odgovornost za namjeru ili krajnju nepažnju,¹¹⁷³ depozitar ne bi mogao ograničiti ili isključiti svoju odgovornost prema ulagateljima za štetu počinjenu namjerno ili iz krajnje nepažnje. Međutim, u slučaju obične nepažnje, kao i objektivne odgovornosti, smatramo da odgovor možemo pronaći jedino teleološkim tumačenjem odredbi ZOIFJP-a u skladu s UCITS zakonodavstvom.

Depozitar je dužan djelovati u isključivom interesu ulagatelja, što je dio nastojanja EU zakonodavca da se u okviru UCITS režima postavi visoka razina zaštite ulagatelja. Stoga valja prihvatiti tumačenje kojim se štite interesi ulagatelja. U čl. 24. st. 3. UCITS V Direktive prepoznat je problem ugovornog ograničavanja ili isključenja od odgovornosti depozitara, te je jasan stav EU zakonodavca da su takva ograničenja zabranjena. Stoga se zalažemo za tumačenje prema kojemu depozitar ne može ugovorno ograničiti ili isključiti svoju odgovornost prema ulagateljima, osim ako to ZOIFJP izrijekom predviđa.¹¹⁷⁴ *De lege*

¹¹⁷² Vidi Brüggemeier, G., op. cit. u bilj. 1057., str. 236. Vidi i Magnus, U., op. cit. u bilj. 1152., str. 285.

¹¹⁷³ Čl. 345. st. 1. ZOO.

¹¹⁷⁴ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 333.

ferenda, smatramo da bi hrvatski zakonodavac izrijekom trebao usvojiti rješenje kojim se zabranjuje ugovorno ograničenje ili isključenje odgovornosti depozitara prema ulagateljima, osim kada je to zakonom izrijekom dopušteno, kao što je slučaj oslobođenja odgovornosti depozitara kod nužne delegacije poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda temeljem čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a.¹¹⁷⁵

4.2.4. Posebno o odgovornosti depozitara za delegirane poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda

Analizom ZOIFJP-a, uočava se da depozitar snosi odgovornost za rad i za izbor poddepozitara.¹¹⁷⁶ Kao što je prethodno analizirano,¹¹⁷⁷ depozitar može delegirati samo poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda,¹¹⁷⁸ i to sklapanjem ugovora o delegaciji s poddepozitarom uz ispunjenje uvjeta propisanih ZOIFJP-om.¹¹⁷⁹

Depozitar odgovara za rad poddepozitara temeljem čl. 220. st. 1. ZOIFJP-a koji propisuje da depozitar odgovara za gubitak imovine UCITS fonda koji je prouzrokovala „...treća osoba kojoj je delegirao pohranu financijskih instrumenata UCITS fonda“.¹¹⁸⁰ Također, depozitar snosi odgovornost za rad poddepozitara i temeljem čl. 223. st. 1. ZOIFJP-a koji predviđa da depozitar odgovara za štetu ulagateljima ako ne ispunjava ili nepravilno obavlja poslove depozitara, „uključujući i slučaj kada je obavljanje svojih poslova [...] delegirao trećim osobama“.¹¹⁸¹

Dakle, odgovornost depozitara za rad poddepozitara temelji se na izričitim zakonskim odredbama, što govori u prilog tezi da se radi o izvanugovornoj odgovornosti depozitara prema ulagateljima, i to o tzv. odgovornosti za drugoga (*liability for others; vicarious liability*).¹¹⁸² Odgovornost za drugoga u pravom smislu postoji i onda kada odgovorna osoba

¹¹⁷⁵ O tomu više biti rečeno u poglavlju 4.2.4.1.

¹¹⁷⁶ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 329.

¹¹⁷⁷ Vidi u poglavlju 3.4.

¹¹⁷⁸ Vidi čl. 226. st. 1. ZOIFJP-a.

¹¹⁷⁹ Vidi uvjete iz čl. 226. ZOIFJP-a.

¹¹⁸⁰ Takvo je rješenje u skladu s čl. 24. st. 1. UCITS V Direktive, koji u slučaju delegacije poslova skrbništva financijskih instrumenata UCITS fonda predviđa: „Države članice osiguravaju da je depozitar odgovoran UCITS-u i imateljima udjela u UCITS-u za gubitak koji je prouzrokovao depozitar ili treća osoba kojoj je delegirano skrbništvo nad financijskim instrumentima koji su pohranjeni na skrbništvo u skladu s člankom 22. stavkom 5. točkom (a).“

¹¹⁸¹ Takvo je rješenje u skladu s čl. 24. st. 2. UCITS V Direktive, koji predviđa „Delegiranje iz članka 22.a nema utjecaja na odgovornost depozitara navedenu u stavku 1.“

¹¹⁸² U hrvatskome je pravu odgovornost za drugoga u ZOO-u svrstana pod izvanugovorne obvezne odnose, a regulirana je u čl. 1055.-1062. Odgovornost za drugoga generički je izraz koji pokriva široki spektar situacija odgovornosti, a za koji je karakteristično da je jedna osoba odgovorna za štetu koju je prouzročila druga osoba koja je pod njenim nadzorom ili kontrolom ili koja mora slijediti njene upute, tj. naloge. U okviru *common lawa*,

postupa u potpunosti u skladu sa svojim obvezama, tj. ne čini nikakvu štetnu radnju, ali ipak odgovara prema oštećenima za radnju ili propust druge osobe s kojom se nalazi u određenom pravnom odnosu.¹¹⁸³ Radi se o objektivnoj odgovornosti jedne osobe za štetne radnje druge osobe.¹¹⁸⁴ Odgovornost depozitara za rad poddepozitara istinska je odgovornost za drugoga jer se ne traži krivnja, odnosno nepažnja depozitara da bi se uspostavila njegova odgovornost za štetne radnje poddepozitara.

Pri tome, odgovornost depozitara za rad poddepozitara ne uklapa se sadržajno u opis pravnih odnosa koji tipično rezultiraju odgovornošću za drugoga, a koje izrijekom navodi ZOO.¹¹⁸⁵ To znači da je ZOIFJP-om uveden novi *sui generis* koncept odgovornosti za drugoga.

Depozitar se u iznimnom slučaju iz čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a, ipak može osloboditi odgovornosti za rad poddepozitara. Do toga dolazi ako je riječ o nužnoj delegaciji poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda lokalnom poddepozitaru koji ne ispunjava uvjete za delegaciju poslova iz čl. 226. st. 1. ZOIFJP-a.¹¹⁸⁶ U tom će slučaju poddepozitar, a ne više i depozitar, izravno odgovarati ulagateljima za nastalu štetu. Osim navedene iznimke, depozitar se ne može osloboditi odgovornosti za rad poddepozitara prema ulagateljima, što znači da ulagatelji prema depozitaru mogu potraživati naknadu štete koju je počinio poddepozitar obavljajući delegirane poslove pohrane.

Prijepono je mogu li ulagatelji zahtijevati naknadu štete zbog povrede koja je nastupila pri obavljanju delegiranih poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda samo od depozitara (kada on odgovara za delegirane poslove temeljem čl. 220. st. 1. i čl. 223. st. 1. ZOIFJP-a) ili od obojice - depozitara i poddepozitara. Kao opće pravilo u okviru instituta odgovornosti za drugoga, naknadu štete se može potraživati od osobe koja odgovara za štetnika kao i od samog štetnika, i to temeljem solidarne odgovornosti.¹¹⁸⁷ Naravno, zakonom

koristi se termin *vicarious liability* koji se odnosi na objektivnu odgovornost principala za štetu koju je nepažnjom uzrokovala druga osoba. Međutim, koncept odgovornosti za drugoga (*liability for others*), širi je od pojma *vicarious liability*, te obuhvaća i druge slučajeve odgovornosti jedne osobe za drugu. Vidi: Martin-Casals, M., Feliu, J. S., Liability for others, u: Koziol, H., Schulze, R. (ur.), Tort Law of the European Community, Beč, 2008., str. 165.

¹¹⁸³ Tako Bar, von C., op. cit. u bilj. 1070., str. 120.

¹¹⁸⁴ Tako i Giliker, P., Vicarious Liability in Tort, Cambridge, 2010., str. 22.

¹¹⁸⁵ Prema ZOO-u, odgovornost za drugoga obuhvaća sljedeće slučajeve: odgovornost za duševno bolesne i zaostale u umnom razvoju (čl. 1055.), odgovornost roditelja za svoju djecu (čl. 1056.), odgovornost za maloljetnika (čl. 1058.), odgovornost poslodavca (čl. 1061.), te odgovornost pravne osobe za štetu koju prouzroči njezino tijelo (čl. 1062.).

¹¹⁸⁶ O oslobođenju odgovornosti depozitara u slučaju nužne delegacije vidi u poglavlju 4.2.4.1.

¹¹⁸⁷ Tako i Giliker, P., op. cit. u bilj. 1184., str. 30. Analizom odredbi ZOO-a kojima se regulira odgovornost za drugoga, također se uočava da će se, ako se predvidi da oštećenima odgovara i osoba koja je počinila štetnu radnju uz osobu koja odgovara za drugoga, raditi o solidarnoj odgovornosti. Vidi čl. 1057. i čl. 1058. st. 2. ZOO-a.

se za pojedinu vrstu pravnog odnosa u okviru odgovornosti za drugoga može predvidjeti i drukčije.

Analizom čl. 220. st. 1. i čl. 223. st. 1. ZOIFJP-a koji propisuju odgovornost depozitara za rad poddepozitara, razvidno je da zakonodavac nije izrijekom predvidio odgovara li u tim slučajevima samo depozitar ili odgovornost prema ulagateljima snose solidarno depozitar i poddepozitar. Međutim, s obzirom na to da se kod odgovornosti za drugoga radi o doktrini kojom se nastoji poboljšati položaj oštećenih, a svrha uvođenja odgovornosti depozitara za rad poddepozitara jest nedvojbeno poboljšavanje položaja ulagatelja, smatramo da valja tumačiti da je i poddepozitar, uz depozitara, u slučaju povrede delegiranih poslova odgovaran za nastalu štetu prema ulagateljima UCITS fonda, osim ako se odgovornost poddepozitara ne bi izrijekom isključila zakonom.

Suprotnim tumačenjem ulagatelji bi bili stavljeni u lošiji položaj jer bi ih lišili mogućnosti da im štetu naknadi poddepozitar ako i kada tu štetu ne bi mogli naknaditi od depozitara. Iako ZOIFJP-om nije izrijekom propisano da će u slučaju štete nastale povredom delegiranih poslova pohrane depozitar i poddepozitar ulagateljima solidarno odgovarati, s obzirom na to da se radi o obvezi nastaloj ugovorom o delegaciji koji se uklapa u pojam trgovačkog ugovora, valjalo bi primjeniti presumpciju solidarne odgovornosti dužnika iz čl. 42. ZOO-a. *De lege ferenda*, radi otklanjanja mogućnosti suprotnog tumačenja, smatramo da bi hrvatski zakonodavac trebao izrijekom predvidjeti da depozitar i poddepozitar odgovaraju ulagateljima UCITS fonda za štetu nastalu povredom delegiranih poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda kao solidarni dužnici.

Depozitar odgovara ulagateljima i za izbor treće osobe, tj. poddepozitara temeljem čl. 226. st. 5. ZOIFJP-a. Odgovornost depozitara za izbor (*culpa in eligendo*) poddepozitara ne spada pod odgovornost za drugoga, već u vlastitu odgovornost depozitara.¹¹⁸⁸ Samo depozitar može izabrati poddepozitara. Radi se o odgovornosti depozitara temeljem krivnje, odnosno nepažnje. Prema ZOIFJP-u, nema temelja za ugovorno oslobođenje od ovoga tipa odgovornosti depozitara. Depozitar je uvijek dužan uložiti pažnju dobrog stručnjaka pri odabiru poddepozitara. Da bi se oslobodio odgovornosti za izbor poddepozitara, depozitar će u slučaju dobrovoljne delegacije morati dokazati da je ispunio uvjete za delegaciju iz čl. 226. st. 1. ZOIFJP-a, a u slučaju nužne delegacije, da je ispunio uvjete iz čl. 226. st. 2. ZOIFJP-a. Uz ispunjenje uvjeta za delegaciju poslova pohrane, depozitar će morati dokazati i da je pri

¹¹⁸⁸ Odgovornost za izbor spada u primarnu odgovornost štetnika, te ne spada pod odgovornost štetnika za štetne radnje drugoga, odnosno pod odgovornost za drugoga. Tako i Giliker, P., op. cit. u bilj. 1184., str. 234.

izboru uložio pažnju dobrog stručnjaka, a što će posebice biti važno u slučaju kada je mogao odabrati između više podobnih lokalnih depozitara.

Depozitar može odgovarati za izbor čak i u slučaju kada ne bi odgovarao za rad poddepozitara. Primjena pozornosti dobrog stručnjaka pri odabiru delegata ima svoje uporište u načelu poštenja i savjesnosti te se zbog toga ne može isključiti. Kada bi se depozitar ugovorno oslobodio od odgovornosti za delegirane poslove temeljem čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a, ulagatelji bi od depozitara mogli potraživati naknadu štete temeljem odgovornosti depozitara za izbor poddepozitara.

Pitanje odgovornosti depozitara za izbor poddepozitara pokazalo se kao jedno od ključnih pravnih pitanja razmatranih u postupcima pokrenutima pred raznim jurisdikcijama povodom recentnog financijskog skandala Madoff, kojim su bili pogođeni upravo ulagatelji UCITS fondova. U srcu prijave nalazila se, tzv. *Ponzi shema*,¹¹⁸⁹ u kojoj su se UCITS fondovi, između ostalih, javljali kao napajajući (*feeder*) fondovi. Povodom Madoffove prijave, pokrenute su brojne parnice pred europskim i američkim sudovima.¹¹⁹⁰ U slučajevima vezano uz irski UCITS fond *Thema International Fund Plc*,¹¹⁹¹ ulagatelji UCITS fonda postavili su tužbeni zahtjev za naknadu štete protiv depozitara toga UCITS fonda (*HSBC Institutional Trust Services (Ireland) Limited*), i to zbog toga što nije uložio dužnu pažnju pri izboru poddepozitara.¹¹⁹² Izabrani poddepozitar (*BLMIS – Bernard L. Madoff Investment Securities LLC*) bio je samo jedan od poligona koji je poslužio za odvijanje prijevarne sheme Madoffa, a UCITS fondu je nastala šteta jer je došlo do gubitka imovine UCITS fonda koja je dana u pohranu poddepozitaru i koja je izgubljena zbog njegove likvidacije. U spomenutom slučaju, ulagatelji su naveli da depozitar pri delegaciji poslova

¹¹⁸⁹ Ukratko, radi se o prijevarnoj tehnici na području tržišta kapitala kojom se umjesto daljnjeg ulaganja uloženog novca ulagatelja, što im je obećano, novac skuplja na određene račune kojima upravlja jedna osoba (osobno ili putem osnovanih društava). Shema se ne otkriva odmah jer se ranijim ulagateljima isplaćuju obećani prinosi. Međutim, ti se prinosi ne isplaćuju iz ostvarene dobiti ulaganjem, već iz uloga novih ulagatelja. Stoga je, da bi Ponzi shema funkcionirala, ključan stalan priljev novih ulagatelja. Naravno, dobit iz takvih shema zadržava njihov osnivač, koji je u slučaju Madoff skandala, bio Berni Madoff kroz svoja društva. Ponzi shema ime je dobila po drugom američkom financijskom prevarantu iz 1920-tih godina, Charles Ponzi. O razvoju ove sheme vidi: Zuckoff, M., *Ponzi's Scheme*, New York, 2006.

¹¹⁹⁰ O nekim parničnim aspektima pokrenutih postupaka povodom financijskog skandala Madoff pred europskim sudovima vidi u Čulinović-Herc, E., Grković, N., u Garašić, J. (ur.), op. cit. u bilj. 1023.; Čulinović-Herc, E., Grković, N., op. cit. u bilj. 750. O tome svjedoče i brojne internet stranice za ulagatelja – žrtve Madoffove prijave, posebice pred američkim sudovima, pred kojima su pokrenuti i *class action*, tj. kolektivni tužbeni zahtjevi oštećenih ulagatelja. Vidi primjerice internet stranice: The Madoff Recovery Initiative, <http://www.madofftrustee.com/> (7. svibnja 2014.); Madoff Help, News & Assistance Website & Blog, http://www.madoff-help.com/?page_id=5226 (7. 5. 2014.); Madoff Victim Fund, <http://www.madoffvictimfund.com/> (7. 5. 2014.).

¹¹⁹¹ Od dostupnih presuda, ističe se Visoki sud Irske (Ireland High Court), *Kalix Fund Ltd & Anor -v- HSBC Institutional Trust Services [Ireland] Ltd & Anor* [2009] IEHC 457 (16 October 2009) (dalje u tekstu: *Kalix Fund Ltd & Anor -v- HSBC Institutional Trust Services [Ireland]*).

¹¹⁹² Za razradu ovoga slučaja vidi Čulinović-Herc, E., Grković, N., u Garašić, J. (ur.), op. cit. u bilj. 1023.

pohrane na poddepozitara *nije* osigurao sljedeće: da poddepozitar ima stručnost i znanje potrebno za čuvanje pohranjene imovine, da će poddepozitar u svako doba djelovati u skladu s odredbama mjerodavnog prava, da će poddepozitar dopustiti pravilno provođenje nadzora nad obavljanjem delegiranih poslova depozitara, da je poddepozitar pouzdana i poštena osoba, da će poddepozitar odvajati imovinu fonda od svoje imovine i imovine drugih klijenata, da poddepozitar neće koristiti imovinu fonda za vlastiti račun, da će poddepozitar osigurati da imovina fonda ne odgovara za obveze poddepozitara ili njegovih klijenata, te da će poddepozitar vratiti imovinu fonda kada se to od njega zatraži.¹¹⁹³ Obuhvativši sve te argumente tužitelji su tvrdili da je depozitar odgovoran za štetu zbog nepažnje pri izboru depozitara, što jasno ukazuje da je odgovornost depozitara za izbor poddepozitara iznimno važno pitanje pri razmatranju odgovornosti depozitara za delegirane poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda. Okolnost da je predmet pred irskim sudom riješen nagodbom smatramo indikativnim da su tuženici iz HSBC grupacije ocijenili malu vjerojatnost dosude ovoga predmeta u njihovu korist.¹¹⁹⁴

4.2.4.1. Oslobođenje od odgovornosti depozitara u slučaju nužne delegacije poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda

ZOIFJP izrijeком predviđa samo jednu osnovu kojom se depozitar može osloboditi od odgovornosti za delegirane poslove skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda, a to je u slučaju nužne delegacije poslova depozitara uz ispunjenje uvjeta iz čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a.¹¹⁹⁵ Ove iznimke nema u UCITS V Direktivi.¹¹⁹⁶ Stoga će se *de lege ferenda* hrvatski zakonodavac morati uskladiti s usvojenim rješenjima UCITS V Direktive.

Analizom čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a, nameću se tri pitanja. Prvo, može li se depozitar osloboditi odgovornosti samo kada delegira poslove skrbništva nad financijskim instrumentima ili mogućnost oslobođenja obuhvaća i delegirane poslove pohrane nad svim kategorijama imovine UCITS fonda. Drugo, pod kojim se uvjetima depozitar može osloboditi svoje odgovornosti za delegirane poslove pohrane prema ulagateljima. Treće, kako odgovara

¹¹⁹³ Vidi Kalix Fund Ltd & Anor -v- HSBC Institutional Trust Services [Ireland] Ltd & Anor, op. cit. u bilj. 1191., t. 4.2.

¹¹⁹⁴ Povodom navedenoga irskog slučaja, stranke su postigle nagodbu u studenome 2012. godine čiji uvjeti nisu dostupni javnosti. Vidi Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/news/2012-11-12/hsbc-settles-dublin-lawsuit-seeking-36-million-over-madoff-loss.html> (7. 5. 2014.).

¹¹⁹⁵ Za usporedbu, njemački zakonodavac dopušta depozitarima mogućnost da se ugovorno oslobode odgovornosti za delegirane poslove i u slučajevima dobrovoljne i nužne delegacije (vidi § 77. st. 4. i § 77. st. 5. KAGB-a).

¹¹⁹⁶ O tomu je više rečeno u poglavlju 4.1.

poddepozitar prema ulagateljima za delegirane poslove kada je depozitar na njega prenio odgovornost za te poslove.

Odgovor na prvo pitanje nalazimo u čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a, koji navodi „*Kada propisi trećih država zahtijevaju da su određeni financijski instrumenti pohranjeni na skrbništvo kod lokalnih subjekata...*“. S obzirom na to da se navedenim člankom izrijekom spominje delegacija poslova skrbništva, smatramo da valja tumačiti da se depozitar temeljem čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a može ugovorno osloboditi samo odgovornosti za delegirane poslove skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda.¹¹⁹⁷ Drugim riječima, smatramo da se depozitar ne bi mogao osloboditi odgovornosti temeljem čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a za delegirane poslove pohrane nad drugim kategorijama zasebne imovine UCITS fonda.

Pri tomu, hrvatski zakonodavac ne poznaje razliku između gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda u skrbništvu depozitara ili druge štete nastale zbog povrede obveze držanja financijskih instrumenata u skrbništvu, kao što je primjerice neuredno vođenje evidencije o financijskim instrumentima.¹¹⁹⁸ To znači da se depozitar može osloboditi odgovornosti za svu vrstu šteta povezanu s financijskim instrumentima UCITS fonda koje je delegirao poddepozitaru u skrbništvo. U tome se razlikuje u odnosu na usvojeno rješenje iz čl. 21. st. 13. AIFM Direktive, a koje je utjecalo na hrvatskoga zakonodavca.¹¹⁹⁹ Naime, prema navedenom članku depozitar se može osloboditi odgovornosti samo „*in case of a loss of financial instruments held in custody by a third party*“. Dakle, depozitar se prema čl. 21. st. 13. AIFM Direktive može osloboditi odgovornosti samo za gubitak financijskih instrumenata u slučaju delegacije poslova skrbništva nad njima, ali ne i za drugu štetu. *De lege ferenda*, smatramo da bi hrvatski zakonodavac također trebao ograničiti mogućnost oslobođenja odgovornosti depozitara samo za gubitak financijskih instrumenata UCITS fonda.

Vezano uz drugo pitanje, u čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a izrijekom su propisani uvjeti pod kojima se depozitar može osloboditi odgovornosti za delegirane poslove skrbništva nad financijskim instrumentima. Prema navedenome članku, kumulativno se moraju ispuniti sljedeći uvjeti: mogućnost oslobođenja od odgovornosti depozitara mora biti izrijekom

¹¹⁹⁷ Takvo je tumačenje u skladu s čl. 21. st. 13. AIFM Direktive, a koja je utjecala na uvođenje rješenja iz čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a, koji predviđa da se depozitar može osloboditi odgovornosti za delegaciju poslova pohrane, neovisno o tomu radi li se o dobrovoljnoj ili o nužnoj delegaciji, samo „*in case of a loss of financial instruments held in custody by a third party*“. Dakle, i tu se radi o oslobođenju odgovornosti depozitara za delegirane poslove skrbništva nad financijskim instrumentima fonda, a što ne obuhvaća oslobođenje od poslova pohrane ostalih kategorija zasebne imovine UCITS fonda.

¹¹⁹⁸ O načinu izvršavanja poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda vidi u poglavlju 3.3.1.1.3.

¹¹⁹⁹ O utjecaju AIFM Direktive na hrvatskoga zakonodavca pri donošenju ZOIFJP-a i režim odgovornosti depozitara, kao i raskoraku između donošenja AIFM Direktive i UCITS V Direktive više je rečeno u poglavlju 4.1.

predviđena u prospektu i pravilima UCITS fonda, ulagatelji UCITS fonda moraju biti obaviješteni o oslobođenju od odgovornosti depozitara u slučaju nužne delegacije poslova skrbništva kao i o okolnostima koje to opravdavaju i to prije ulaganja u fond. Zatim mora biti ispunjen uvjet da je društvo za upravljanje dalo uputu depozitaru da delegira poslove skrbništva tome lokalnom subjektu, kao i da je između društva za upravljanje i depozitara sklopljen pisani ugovor u kojemu se izrijekom dopušta oslobođenje od odgovornosti depozitara. Kumulativno između depozitara i poddepozitara mora biti sklopljen pisani ugovor u kojemu se izrijekom prenosi odgovornost s depozitara na poddepozitara za poslove skrbništva¹²⁰⁰ te kojim se ulagatelji i društvo za upravljanje ovlašćuju postavljati svoje odštetne zahtjeve izravno protiv poddepozitara, odnosno protiv lokalnog subjekta na kojega je depozitar delegirao poslove skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda.¹²⁰¹

Što se tiče treće postavljenog pitanja, čl. 220. st. 4.e ZOIFJP-a propisuje da depozitar i poddepozitar sklapaju pisani ugovor o prijenosu „odgovornosti s depozitara na lokalni subjekt“. Iz toga proizlazi da će nakon tako sklopljenog ugovora, poddepozitar snositi odgovornost za delegirane poslove skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda u istom opsegu koju bi bez tog prijenosa snosio depozitar.

Postavlja se pitanje može li se poddepozitar osloboditi odgovornosti za poslove skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda pod istim uvjetima pod kojima bi se mogao osloboditi i depozitar. Smatramo da se poddepozitar na kojega je prenesena odgovornost temeljem čl. 220. st. 4.e ZOIFJP-a može osloboditi te odgovornosti pod istim uvjetima kao i

¹²⁰⁰ Ugovor koji sklapaju depozitar i poddepozitar je tzv. *indemnity agreement*, odnosno ugovor o prijenosu odgovornosti. O ovakvim ugovorima vidi više općenito u Davis, E. E., *Indemnity Between Negligent Tortfeasors: A Proposed Rationale*, Iowa Law Review, 37, 1952.

¹²⁰¹ Isto je predviđeno i u čl. 235. st. 6. ZAIJF-a. Međutim, usporedbom čl. 235. st. 6. ZAIJF-a i čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a s čl. 21. st. 13. AIFM Direktive, uočava se da hrvatski zakonodavac nije pravilno implementirao navedeni članak koji kao uvjet za oslobođenje od odgovornosti depozitara u slučaju delegacije predviđa da u pismenom ugovoru između depozitara i društva za upravljanje moraju biti uspostavljeni objektivni razlozi za ugovaranje takvog oslobođenja od odgovornosti depozitara (*establishes the objective reason to contract such a discharge*). *De lege ferenda*, hrvatski zakonodavac bi u čl. 235. st. 6. ZAIJF-a i čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a trebao uvesti kriterij postojanja objektivnih razloga kao uvjet za dopuštanje ugovornog oslobođenja depozitara od odgovornosti za delegirane poslove skrbništva nad financijskim instrumentima fondova. Objektivni razlozi zbog kojih depozitar ugovara oslobođenje od odgovornosti razrađeni su u čl. 102. Uredbe 231/2013. Prema navedenom članku, objektivni razlozi su, odnosno moraju biti (*shall be*) ograničeni na precizne i konkretne okolnosti koje karakteriziraju određenu djelatnost, te u skladu s politikama depozitara. Prema čl. 102. st. 2. Uredbe 231/2013, objektivne razloge treba utvrditi svaki put kad se depozitar namjerava osloboditi od odgovornosti. U čl. 102. st. 3. Uredbe 231/2013 uvodi se predmnjeva kada će se smatrati da depozitar ima objektivne razloge za ugovaranje oslobađanja od odgovornosti. To će biti ako depozitar može dokazati da nije imao druge mogućnosti osim da delegira poslove skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda, što će se smatrati zadovoljenim posebice u dva slučaja. Prvo, kada pravo treće zemlje zahtijeva da se određeni financijski instrumenti pohrane na skrbništvo kod lokalnih subjekata, a postoje lokalni subjekti koji ispunjavaju kriterije za delegaciju (dakle, tu se ne radi o nužnoj delegaciji iz čl. 226. st. 2. ZOIFJP-a kada lokalni subjekti ne ispunjavaju zahtjeve za delegaciju). Drugo, kada društvo za upravljanje inzistira na ulaganju u određene financijske instrumente unatoč upozorenjima depozitara o povećanim rizicima povezanim s takvim ulaganjem.

depozitar. Drukčije tumačenje bi značilo da poddepozitar snosi strožu odgovornost od depozitara za iste povrede, a za što nema temelja u ZOIFJP-u, a također se tome protivi i temeljno pravilo da nitko na drugoga ne može prenijeti više prava (ali ni obveza) nego što ih sam ima. Dakle, u slučaju gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda delegiranih u skrbništvo poddepozitara, poddepozitar će se moći osloboditi odgovornosti u slučaju iz čl. 220. st. 3. ZOIFJP-a.¹²⁰² U slučaju druge štete nad financijskim instrumentima u skrbništvu, poddepozitar će se osloboditi ako dokaže da je postupao s pažnjom dobrog stručnjaka ili ako dokaže da je šteta nastala kao posljedica više sile iz čl. 223. st. 3. ZOIFJP-a.

4.2.5. Odgovornost depozitara kada nudi udjele UCITS fondova za koje ujedno obavlja i poslove depozitara

Depozitari su ovlašteni nuditi udjele UCITS fondova za koje ujedno obavljaju i poslove depozitara.¹²⁰³ Temeljem čl. 157. ZOIFJP-a, distributeri, odnosno prodajni zastupnici (što uključuje i depozitare kada nude udjele UCITS fondova) dužni su osigurati da su ulagateljima dostupni svi relevantni dokumenti kao što su prospekt, ključni podatci za ulagatelje i drugo.¹²⁰⁴ Također, dužni su pravodobno prosljeđivati zahtjeve za stjecanje udjela društvu za upravljanje.¹²⁰⁵ Ističe se obveza prodajnih zastupnika da ne smiju ulagateljima davati lažne podatke ili podatke koje ih mogu dovesti u zabludu o stanju UCITS fonda, njegovim ciljevima ulaganja, rizicima te bilo kojem drugom pitanju vezanom uz UCITS fond ili društvo za upravljanje koje njima upravlja.¹²⁰⁶

Povrijede li zastupnici društva za upravljanje neku obvezu iz čl. 157. ili druge odredbe ZOIFJP-a, za to će odgovarati društvu za upravljanje¹²⁰⁷ i to temeljem pretpostavljene krivnje.

Postavlja se pitanje odgovara li depozitar kao prodajni zastupnik i prema ulagateljima kojima je nudio udjele UCITS fonda. Prodajni zastupnici ne ulaze u ugovorni odnos s (potencijalnim) ulagateljima kojima nude udjele UCITS fondova. Stranke ugovora o ulaganju uvijek su ulagatelj i društvo za upravljanje. Kako prodajni zastupnici nastupaju *u ime i za*

¹²⁰² Valja napomenuti da je Uredba 231/2013 u čl. 101. st. 4. za alternativne investicijske fondove izrijekom predvidjela da se, u slučaju kada je depozitar prenio odgovornost na poddepozitar za delegirane poslove skrbništva nad financijskim instrumentima fonda, poddepozitar može pozivati, kao i depozitar, na razloge iz čl. 101. st. 1. Uredbe 231/2013 koji detaljnije razrađuje kriterij oslobođenja od objektivne odgovornosti depozitara, tj. vanjskog događaja izvan razumne kontrole depozitara, a čije bi posljedice bile neizbježne unatoč svim razumnim nastojanjima da se one izbjegnu.

¹²⁰³ O tomu je više rečeno u poglavlju 3.2.1.3.

¹²⁰⁴ Čl. 157. t. 1. ZOIFJP. Također vidi čl. 5. st. 2. Pravilnika o uvjetima za nuđenje udjela UCITS fonda. Sadržaj tih dokumenata mora prethodno odobriti društvo za upravljanje (čl. 157. t. 3. ZOIFJP).

¹²⁰⁵ Čl. 157. t. 2. ZOIFJP.

¹²⁰⁶ Čl. 157. t. 4. ZOIFJP.

¹²⁰⁷ Čl. 157. t. 5. ZOIFJP.

račun društva za upravljanje, društvo za upravljanje će, a ne prodajni zastupnici, snositi predugovornu odgovornost ako je do povrede došlo prije sklapanja ugovora.¹²⁰⁸

Međutim, ako depozitar kao prodajni zastupnik ne primijeni dužnu pažnju pri obavljanju poslova prema ulagateljima, posebice ako ne postupa u skladu s čl. 157. ZOIFJP-a, odgovarat će za time prouzročenu štetu. S obzirom na to da depozitar kao prodajni zastupnik ne ulazi u ugovorni odnos s (potencijalnim) ulagateljima, radit će se o izvanugovornoj odgovornosti depozitara prema ulagateljima,¹²⁰⁹ i to temeljem pretpostavljene krivnje. Također, povredom čl. 157. ZOIFJP-a depozitar kao prodajni zastupnik koji nudi udjele UCITS fonda snosi i prekršajnu odgovornost prema čl. 379. st. 1. t. 10. ZOIFJP-a.

Postavlja se i pitanje mogu li se depozitari pozvati na odgovornost kao prodajni zastupnici temeljem odgovornosti iz prospekta prema ulagateljima kojima su nudili udjele UCITS fonda. ZOIFJP ne predviđa odgovornost prodajnih zastupnika za prospekt,¹²¹⁰ već odgovornost ostaje na društvu za upravljanje.¹²¹¹ Stoga smatramo da depozitar prema hrvatskome pravu u pravilu neće snositi odgovornost za prospekt kada nudi udjele UCITS fonda kao prodajni zastupnik.¹²¹²

¹²⁰⁸ Na predugovornu odgovornost može se pozvati i ako je ugovor između stranaka sklopljen. Naravno, na ovu će se odgovornost pozivati samo ako je do povrede došlo tijekom pregovora za sklapanje ugovora ili drugo, pod uvjetom da je povreda nastupila prije sklapanja ugovora. Vidi: Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 608.

¹²⁰⁹ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 323.

¹²¹⁰ ZTK kao *lex generalis* ne regulira pitanje odgovornosti iz prospekta za UCITS fondove. U čl. 342. st. 1. t. 1. ZTK-a stoji da se odredbe te glave (koja uređuje prospekt pri javnoj ponudi) ne primjenjuju na „udjele u subjektima za zajednička ulaganja koji nisu zatvorenog tipa“. Ovakvo je rješenje preuzeto iz Direktive o prospektu pri javnoj ponudi (Direktiva 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 4. studenoga 2003. o prospektu koji je potrebno objaviti pri javnoj ponudi vrijednosnih papira ili pri uvrštavanju u trgovanje te o izmjeni Direktive 2001/34/EZ, SL L 345, 31.12.2003, str. 64–89) koja izrijeком predviđa da se ne primjenjuje na otvorene investicijske fondove (čl. 1. st. 2. t. a.).

¹²¹¹ Vidi čl. 175. ZOIFJP-a.

¹²¹² Suprotno od toga, u slučajevima kada distributeri udjela UCITS fondova nude udjele u svoje ime, lakše je utvrditi njihovu odgovornost za prospekte. Primjerice, prema njemačkome pravu, distributeri mogu nuditi udjele UCITS fondova u svoje ime (nalik pravnom poslu komisije) ili u ime društva za upravljanje (§ 306. st. 1. KAGB). Iako društvo za upravljanje primarno snosi odgovornost iz prospekta UCITS fondova, tu će odgovornost snositi i drugi subjekti koji u svoje ime nude udjele UCITS fondova, pod uvjetom da su znali da je prospekt netočan ili nepotpun. § 306. st. 1. KAGB-a izrijeком propisuje da će u tom slučaju društvo za upravljanje i drugi subjekti koji u svoje ime nude udjele UCITS fondova odgovarati za prospekt prema ulagateljima kao solidarni dužnici (*Gesamtschuldner*). To će se primjenjivati i na depozitare ako nude udjele UCITS fondova u svoje ime (kreditne institucije glavni su distributeri udjela UCITS fondova). Tako Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 125 i dalje. Općenito o odgovornosti iz prospekta UCITS fondova u njemačkome pravu vidi i u Schmidt, K., Wülfert, K., Practical Handbook for the Marketing of Foreign Investment Funds in Germany: A Legal Overview, Hamburg, 2010., str. 159 i dalje. Međutim, unatoč mogućnosti da depozitari prema njemačkome pravu odgovaraju za prospekt u slučajevima kada nude udjele fondova za koje obavljaju poslove depozitara u svoje ime, u pravnoj se literaturi iznimno rijetko obrađuje taj vid odgovornosti depozitara. Razlog tomu je što depozitari imaju primarnu zadaću skrbiti o zasebnoj imovini UCITS fonda, te se njihova uloga za investicijske fondove razmatra primarno iz tog aspekta. U jednome se slučaju pred njemačkim sudom postavilo pitanje odgovornosti depozitara za prospekt fonda, no sud je odbacio tužbeni zahtjev u tom dijelu zbog

Međutim, u slučaju navođenja netočnih, zavaravajućih ili nepotpunih podataka u prospektu UCITS fonda, ako je depozitaru kao prodajnom zastupniku koji nudi udjele UCITS fonda to bilo poznato, smatramo da bi se mogla uspostaviti odgovornost depozitara kao prodajnog zastupnika, i to za prijevaru ulagatelja kojima je depozitar takvim prospektom nudio udjele UCITS fonda.¹²¹³

Povodom financijskog skandala Madoff, u nekim se parnicama pozivalo na odgovornost depozitara, između ostalih subjekata, za prospekt fondova čije je udjele nudio oštećenim ulagateljima.¹²¹⁴ Međutim, prema dosadašnjim saznanjima, povodom tih parnica nije utvrđena odgovornost depozitara kada kao distributer, odnosno prodajni zastupnik nudi udjele fondova za koje ujedno obavlja poslove depozitara.¹²¹⁵

Može se zaključiti da, iako postoji mogućnost da depozitar odgovara za prospekt UCITS fonda kada kao distributer, odnosno prodajni zastupnik nudi udjele UCITS fondova, to će se vrlo teško provoditi u praksi.

4.2.6. Prekršajna odgovornost depozitara

Osobitost investicijskog posla jest i da su određene povrede obveza depozitara i društva za upravljanje kvalificirane kao prekršaji. Dio šesnaesti ZOIFJP-a nosi naslov „prekršajne odredbe“, a regulira teže i lakše prekršaje društva za upravljanje,¹²¹⁶ teže i lakše prekršaje depozitara¹²¹⁷ i drugih osoba koje sudjeluju u investicijskom poslu.¹²¹⁸ Time se ukazuje na komponentu javnopravne kontrole nad poslovima depozitara i društva za upravljanje UCITS fondova, i drugih osoba povezanim s radom UCITS fondova.¹²¹⁹

zastare, zbog čega nije meritorno ušao u pitanje odgovornosti depozitara za prospekt. Vidi Oberlandesgericht (OLG) Frankfurt a. M., presuda od 19.12.1996. objavljena u Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 1997., str. 321.

¹²¹³ Kada bi oštećeni ulagatelji dokazali prijevaru na strani depozitara kao prodajnog zastupnika, svakako bi došlo do povrede osnovnih načela obveznog prava. Tako bi se tužbene zahtjeve moglo temeljiti na povredi čl. 4. ZOO-a, koji predviđa da su stranke dužne djelovati u skladu s načelom savjesnosti i poštenja.

¹²¹⁴ Radi se o parnicama pred talijanskim sudovima. O tomu vidi u: Čulinović-Herc, E., Grković, N., u Garašić, J. (ur.), op. cit. u bilj. 1023., str. 270 i dalje.

¹²¹⁵ Iako tekst sudske presude nije dostupan, objavljen je podatak da je pred talijanskim sudom u Milanu presuđeno da nije dokazana odgovornost depozitara i drugih subjekata za prospekt fonda. Vidi obavijest o tomu u Cleary Gottlieb Wins First Madoff Case in Italy, 16. 04. 2013., <http://www.cgsh.com/cleary-gottlieb-wins-first-madoff-case-in-italy/> (9. srpnja 2014.).

¹²¹⁶ Vidi čl. 374. i čl. 375. ZOIFJP-a.

¹²¹⁷ Čl. 380. i čl. 381. ZOIFJP-a.

¹²¹⁸ To su prekršaji određenih fizičkih osoba vezanih uz društvo za upravljanje ili depozitara (čl. 376. ZOIFJP) koji se odnosi na članove uprave i ostale radnike ovih subjekata, prekršaji likvidatora UCITS fonda (čl. 377. ZOIFJP), prekršaji revizora i revizorskog društva (čl. 378. ZOIFJP), te prekršaji ostalih osoba (čl. 379. ZOIFJP) što između ostaloga obuhvaća i prodajne zastupnike društva za upravljanje koji nude udjele UCITS fonda.

¹²¹⁹ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 319. Valja napomenuti da hrvatski zakonodavac ne priznaje, tzv. *punitive damages/peine privée/Strafschadenersatz*. Prekršajne odredbe kako ih predviđa ZOIFJP dio su sustava javnopravne sankcije, a

Prekršajne odredbe iz ZOIFJP-a odgovaraju pojmu administrativnih sankcija koji se koristi u okviru EU prava,¹²²⁰ uključujući i UCITS zakonodavstvo.

Do UCITS V Direktive, određivanje administrativnih mjera i sankcija za povrede subjekata investicijskog posla prepušteno je nacionalnim zakonodavstvima država članica.¹²²¹ Općenito, sustavi administrativnih sankcija država članica značajno se razlikuju.¹²²² Tako se u okviru studija provedenih prije izrade Prijedloga UCITS V Direktive uočilo da administrativne mjere i sankcije, koje su države članice usvojile u okviru implementacije UCITS zakonodavstva, nisu ujednačene.¹²²³

Takvo se stanje ocijenilo nezadovoljavajućim, te se pristupilo ujednačavanju i na ovome polju, primarno kako bi se izbjegao bijeg UCITS fondova iz država članica koje primjenjuju strožiji režim administrativnih mjera i sankcija.¹²²⁴ UCITS V Direktiva uvodi minimalno usklađivanje administrativnih mjera i sankcija.¹²²⁵ Tako je u UCITS V Direktivi

ne privatnog prava. *Punitive damages* najprije su se razvile u engleskom pravu u 18 st., iako se danas američko pravo najčešće povezuje po svojem značaju s dodjeljivanjem *punitive damages* oštećeniku. Vidi Brüggemeier, G., op. cit. u bilj. 1057., str. 214. Također, o ulozi *peine privée* u komparativnom francuskom pravu i njegovom položaju u okviru građanskopravne odgovornosti vidi opsežno u: Carval, S., *La Responsabilité Civile dans sa Fonction de Peine Privée*, Paris, 1995.

¹²²⁰ Termin administrativnih sankcija napušten je u hrvatskom pravu. Međutim, u prijašnjim pravnim izvorima prekršajne sankcije označavale su se kao administrativne kazne. Vidi Aviani, D., *Prekršajno pravo*, 3. izd., Split, 2013., str. 9.

¹²²¹ Vidi čl. 99. st. 1. UCITS IV Direktive koji predviđa: „*Member States shall lay down the rules on measures and penalties applicable to infringements of the national provisions adopted pursuant to this Directive and shall take all measures necessary to ensure that those rules are enforced.*“

¹²²² Vidi Paliero, E., *The definition of administrative sanctions – general report*, u Jansen, O. (ur.), *Administrative Sanctions in the European Union*, Cambridge, 2013., str. 30.

¹²²³ Neujednačenost administrativnih sankcija u državama članica u okviru UCITS zakonodavstva, u provedenim je studijama podijeljeno u tri glavne kategorije. Prvo, visina novčanih sankcija značajno varira ovisno o državi članici za isti prekršaj (čak od 100.000 Eura do 10 milijuna eura). U drugoj se razlikuju kriteriji koje su države članice uzele u obzir za određivanje visina novčanih sankcija. Točnije, iako u svima visina ovisi o težini prekršaja, različiti su kriteriji uzeti u obzir za određivanje težine. Kao kriteriji se pojavljuju tako visina ekonomske štete koja je počinjenim prekršajem nastala fondu i ulagateljima, utjecaj počinjenog prekršaja na stabilnost domaćeg tržišta kapitala, trajanje prekršaja, te ponavlja li se isti prekršaj uzastopno. Također, pronađeni kriteriji su ocijenjeni premalo fleksibilnima, jer se, između ostalog, ne uzima dovoljno u obzir financijska snaga prekršitelja. U trećoj je kategoriji uočen različiti stupanj provođenja (*effectiveness*) sustava administrativnih sankcija u nacionalnim zakonodavstvima. Točnije, tu se radi o podacima o pokrenutim postupcima za određenje sankcija. Različiti podatci djelomice su rezultat i različite koncentracije UCITS fondova u državama članicama. Također, uočeno je da većina država članica nije usvojila mehanizme kojima bi potaknula osobe kojima je poznato da je neki od subjekata unutar investicijskog trokuta počinio prekršaj (tzv. *whistle blowing system*). Vidi *Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V*, op. cit. u bilj. 564., str. 19 i dalje.

¹²²⁴ Vidi *Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V*, op. cit. u bilj. 564., str. 27.

¹²²⁵ EU zakonodavac razmatrao je tri opcije za rješavanje uočenog problema neujednačenosti administrativnih mjera i sankcija u državama članicama vezano uz UCITS zakonodavstvo. Prva je opcija bila puštanje postojećeg stanja. Druga se opcija sastojala od uvođenja minimalnih pravila o tipu i razini (*level*) administrativnih mjera i sankcija. Tako bi administrativne mjere i sankcije morale zadovoljiti određene temeljne zahtjeve vezane uz osobe na koje se primjenjuju, kriterije koji se moraju uzeti u obzir kada se primjenjuje mjera ili sankcija, objava donesene mjere ili sankcije, ključne ovlasti pri određivanju sankcija, te minimalna razina, tj. visina samih sankcija (*levels of fines*). Također je predloženo uvođenje odredbi, o tzv. „whistle blower“. Treća se opcija sastojala od uvođenja uniformiranih, tj. ujednačenih tipova i razina administrativnih mjera i sankcija u svim državama članicama. Ova je opcija također uključivala uvođenje odredbi, o tzv. „whistle blower“. U biti se radi

dan katalog minimalnih administrativnih mjera i sankcija koje nadzorna tijela država članica mogu izricati (čl. 99. st. 6. UCITS V Direktive), katalog minimalnih administrativnih sankcija koje su države članice dužne predvidjeti (čl. 99.a UCITS V Direktive) uz postavljanje maksimalnog iznosa administrativne novčane kazne koju države članice mogu predvidjeti (čl. 99. st. 6. t. e i dalje), popis minimalnih kriterija za određivanje tipa sankcije kao i visine novčane sankcije koje su države članice dužne primjenjivati (čl. 99.c UCITS V Direktive), te uspostavljanje sustava zviždača (*whistle-blowing system*) za otkrivanje počinjenih prekršaja u okviru UCITS zakonodavstva (čl. 99.d UCITS V Direktive).

Ako se depozitaru odredi prekršajna sankcija, tj. presudi mu se novčana kazna za počinjeni prekršaj, novčana sredstva koja je dužan uplatiti uplaćuju se na račun državnog proračuna Republike Hrvatske,¹²²⁶ a ne na račun UCITS fonda, iako je velika vjerojatnost da je počinjenim prekršajem depozitar ujedno nanio štetu i UCITS fondu, odnosno ulagateljima.

Stoga depozitar i dalje ostaje odgovoran ulagateljima za naknadu eventualne štete nastale istom radnjom koja je ujedno kvalificirana kao prekršaj. Taj pristup usporedne ili paralelne odgovornosti po više osnova (javnopravna i privatnopravna) u pravnoj se literaturi objašnjava dualnom pravnom naravi pojedinih zakonskih odredbi,¹²²⁷ do čega u pravilu dolazi kada je izražen javnopravni interes nad obavljanjem nekim djelatnosti, što svakako vrijedi za UCITS fondove. Primjer takve odredbe povreda je poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda iz čl. 217. st. 1. t. 1. ZOIFJP-a. Ako temeljem čl. 380. st. 1. t. 9. ZOIFJP-a depozitar povrijedi obvezu iz čl. 217. ZOIFJP-a, snosi prekršajnu odgovornost za teži prekršaj. Istovremeno, neupitno je da depozitar odgovara ulagateljima za gubitak financijskih instrumenata UCITS fonda koje je bio dužan držati u skrbništvu.¹²²⁸

Kada se protiv depozitara provede prekršajni postupak (koji se može pokrenuti i temeljem prijedloga HANFE), a zbog povrede neke od odredbi ZOIFJP-a, to ujedno može biti signal ulagateljima da se dogodila i povreda njihovih ugovornih obveza koje mogu rezultirati privatnopravnom odgovornošću.

Ulagatelji bi informaciju o tome da postoje povrede nekih obveza depozitara mogli dobiti i ako je depozitaru HANFA izrekla nadzorne mjere. Međutim, pri tome valja imati na

o maksimalnoj harmonizaciji režima administrativnih mjera i sankcija vezanih uz UCITS zakonodavstvo. EU zakonodavac odlučio se za drugu opciju. Glavni je argument što se u njoj uvažavaju različiti nacionalni sustavi, te posljedično stvara najmanje troškove za implementaciju u nacionalna zakonodavstva. Vidi Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit. u bilj. 564., str. 32 i dalje.

¹²²⁶ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 320.

¹²²⁷ U njemačkoj pravnoj teoriji, ova se teorija naziva „*Lehre von der „Doppelnatur“*“, a koristi se i termin „*Doppelnormen*“. Vidi općenito: Lang, N., op. cit. u bilj. 182..

¹²²⁸ O tomu je više rečeno u poglavlju 4.2.2.

umu da nisu sve izrečene nadzorne mjere javne. Prema ZOIFJP-u, HANFI je dopušteno objaviti samo izrečenu opomenu depozitaru.¹²²⁹

U UCITS V Direktivi prepoznata je važnost objave administrativne sankcije izrečene depozitarima kako bi se ulagatelje informiralo o postojanju povrede depozitara koje mogu ugroziti i prava ulagatelja.¹²³⁰ Tako je u čl. 99b UCITS V Direktive propisano da su države članice dužne osigurati da nadležna tijela objavljuju pravomoćne administrativne sankcije na svojim internetskim stranicama. Od obveze objave administrativne sankcije dopuštene su i iznimke pod uvjetom da bi objavljivanje imalo nerazmjerne posljedice za prekršitelja ili ako bi objava ugrozila stabilnost financijskog tržišta.¹²³¹

De lege ferenda, hrvatski će zakonodavac morati propisati obvezu objave administrativnih sankcija u skladu s rješenjima UCITS V Direktive.

Dakle, prekršajnopravna odgovornost depozitara bitna je komponenta cjelokupne odgovornosti depozitara. Smatramo da se učinkovitom provedbom sustava prekršajnopравnih sankcija i pravovremenim otkrivanjem počinjenih prekršaja, zajedno s ovlašću izricanja nadzornih mjera HANFE, značajno može unaprijediti zaštita interesa ulagatelja na hrvatskom tržištu kapitala.

4.3. Instrumenti zaštite povrijeđenih prava ulagatelja prema depozitaru

Iako su materijalnopravne odredbe o odgovornosti depozitara prema ulagateljima ambiciozno postavljene, njihovo je provođenje moguće samo ako postoje učinkoviti mehanizmi zaštite prava ulagatelja prema depozitaru. Zbog toga je, želi li se ocijeniti zaokruženost sustava zaštite ulagatelja u UCITS fondove, ključno analizirati procesnopravne mehanizme koje ulagatelji mogu koristiti u ostvarivanju njihovih prava prema depozitaru.

Članak 24. st. 5. UCITS V Direktive određuje: *“Imatelji udjela u UCITS-u mogu depozitara pozvati na odgovornost izravno ili neizravno preko društva za upravljanje ili društva za investicije pod uvjetom da to ne dovodi do dvostruke pravne zaštite ili do neravnopravnog postupanja s imateljima udjela.”*¹²³² Napominjemo da je termin „društva za

¹²²⁹ Vidi čl. 356. st. 2. zajedno s čl. 343. st. 2. ZOIFJP-a.

¹²³⁰ Vidi Preambulu br. 38. UCITS V Direktive.

¹²³¹ U slučaju odgode objave pravomoćne administrativne sankcije, čl. 99b UCITS V Direktive propisuje da bi nadležna tijela država članica trebala: a) odgoditi objavu do trenutka kada razlozi za neobjavljivanje prestanu postojati, b) objaviti odluku na anonimnoj osnovi, c) uopće ne objaviti odluku ako je to potrebno radi očuvanja stabilnosti financijskog tržišta te da objava sankcija nije razmjerna u odnosu na druge mjere koje se smatraju mjerama blaže naravi.

¹²³² Prije UCITS V Direktive, temelj procesnopravne zaštite ulagatelja bio je čl. 24. UCITS IV Direktive koji je predviđao: *„Liability to unit-holders may be invoked directly or indirectly through the management company,*

investicije“ iz navedenoga članka preveden iz engleskoga termina „*investment company*“, kojim se u okviru investicijskih fondova označava fond koji ima pravnu osobnost. S obzirom na to da UCITS fondovi u Republici Hrvatskoj mogu biti osnovani samo kao fondovi bez pravne osobnosti, za analizu položaja ulagatelja prema depozitaru relevantna je uloga društva za upravljanje, a ne i društva za investicije.

Valja istaknuti da je UCITS V Direktivom izrijekom propisano da države članice trebaju osigurati da procesnopravni položaj ulagatelja pri ostvarivanju zaštite njihovih prava prema depozitaru treba biti jednak neovisno o tome ima li UCITS fond pravnu osobnost ili ne.¹²³³ Iako u Republici Hrvatskoj otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom nemaju pravnu osobnost, to nije slučaj u drugim državama članicama čije pravo ponekad sadrži i otvorene fondove koji imaju pravnu osobnost, odnosno koji su utjelovljeni u društva (kapitala) s varijabilnim kapitalom.¹²³⁴

Prema našem zakonodavstvu, za određenje pitanja tko je ovlašten pokretati (parnične) postupke radi utvrđivanja odštetne odgovornosti depozitara, a za naknadu štete pruzročenu ulagateljima UCITS fonda ključni su čl. 224. st. 3. i čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a.

Članak 224. st. 3. ZOIFJP-a glasi: „*Društvo za upravljanje ovlašteno je i dužno u svoje ime ostvarivati pravo ulagatelja prema depozitaru.*“ Iz navedenoga članka proizlazi da društvo za upravljanje ima pravo i dužnost podnijeti tužbu radi utvrđivanja odštetne odgovornosti depozitara prema ulagateljima.

Članak 224. st. 4. ZOIFJP-a glasi: „*U slučaju da društvo za upravljanje ne podigne tužbu iz stavka 3. ovoga članka u roku od 60 dana od nastupa kršenja ovoga Zakona, prospekta i pravila UCITS fonda, pravo na izravno podnošenje tužbe imaju ulagatelji.*“ Dakle, pod određenim uvjetima pravo na tužbu imaju i ulagatelji UCITS fonda.

Pri tome se ne može jednoznačno odgovoriti koji bi sud mogao biti stvarno nadležan za rješavanje ovih sporova jer to ovisi o tome jesu li stranke u parnici pravne osobe ili ne. Prema čl. 34.b. t. 1. ZPP-a predviđa se da će trgovački sud biti stvarno nadležan u sporovima između pravnih osoba ili u sporovima između pravnih osoba i obrtnika ili trgovca pojedinca. Ako bi društvo za upravljanje ostvarivalo prava ulagatelja prema depozitaru temeljem čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a ili *vice versa* kada bi depozitar ostvarivao prava ulagatelja prema društvu za upravljanje temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a, neupitna je nadležnost trgovačkih sudova

depending on the legal nature of the relationship between the depositary, the management company and the unit-holders.“

¹²³³ Vidi Preambulu br. 28. UCITS V Direktive.

¹²³⁴ Primjerice njem. *Investmentaktiengesellschaft mit veränderliches Kapital* (§ 108. KAGB-a i dalje) i francuski *Société d'investissement à capital variable* (SICAV (Article L214-4 Code monétaire et financier)). Vidi: Čulinović-Herc, E., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 31., str. 49 i dalje.

obzirom na to da se radi o sporu između dvije pravne osobe. Isti je slučaj ako je ulagatelj pravna osoba. Međutim, ako je tužbu podnio ulagatelj fizička osoba protiv depozitara ili protiv društva za upravljanje, tada bi za rješavanje spora između ulagatelja i društva za upravljanje bio nadležan općinski sud.¹²³⁵ Kako rješavanje ovih sporova zahtijeva stručna znanja iz područja trgovačkog prava smatramo da bi *de lege ferenda* sve sporove ulagatelja koji proizlaze iz obavljanja djelatnosti UCITS fonda, a posebice u okviru investicijskog trokuta, trebalo staviti u stvarnu nadležnost trgovačkih sudova, koji kao specijalizirani sudovi, posjeduju više specifičnog znanja vezanog uz ovakve sporove.

Cilj knjige je istražiti neka od pitanja koja se pojavljuju pri sudskom rješavanju sporova između članova investicijskog trokuta, a koji se pokreću radi utvrđivanja odštetne odgovornosti depozitara radi povrede njegovih obveza. Pri tom će se odgovarajući naglasak staviti i na mehanizme, tzv. kolektivne zaštite (kolektivne tužbe) pri rješavanju sporova između ulagatelja i depozitara.

4.3.1. Pravo i obveza društva za upravljanje da u svoje ime ostvaruje prava ulagatelja prema depozitaru

Društvo za upravljanje dužno je i ovlašteno postavljati odštetne zahtjeve u ime ulagatelja protiv depozitara „u roku od 60 dana od nastupa kršenja ovoga Zakona, prospekta i pravila UCITS fonda“.¹²³⁶ Radi se o zakonom određenoj procesnopravnoj legitimaciji društva za upravljanje.¹²³⁷ To znači da društvo za upravljanje ne treba posebnu ovlast niti uputu od ulagatelja za ostvarivanje njihovih prava prema depozitaru temeljem čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a.

Istekom roka iz čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a, pravo na izravno podnošenje odštetnih zahtjeva prema depozitaru imaju ulagatelji. Radi se o objektivnom roku, jer rok ne počinje teći od trenutka saznanja društva za upravljanje za povredu depozitara, već od trenutka nastanka povrede. Ovakvim rješenjem zakonodavac implicira da je društvo za upravljanje

¹²³⁵ I to sukladno čl. 34. Zakona o parničnom postupku (NN 53/91, 91/92, 58/93, 112/99, 88/01, 117/03, 88/05, 02/07, 84/08, 123/08, 57/11, 148/11, 25/13) (dalje u tekstu: ZPP), prema kojemu je Općinski sud stvarno nadležan u prvostupanjskom postupku za sve sporove koji nisu stavljeni u nadležnost trgovačkog ili drugih sudova.

¹²³⁶ Vidi čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a. Kao legislativni uzor takvog rješenja možemo navesti njemačko pravo, koje u § 78. st. 2. KAGB-a predviđa: „Die OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaft ist berechtigt und verpflichtet, im eigenen Namen Ansprüche der Anleger gegen die Verwahrstelle geltend zu machen.“ Također, isto rješenje nalazimo i u slovenskom pravu, gdje čl. 178. st. 3. ZISDU-2 propisuje „Tožbo za povrnitev škode iz prejšnjega osdtavka je upravičena za račun oziroma v imenu in za račun investicijskega sklada vložiti družba za upravljanje.“

¹²³⁷ Tako i za njemačko pravo Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 15.

dužno otkriti povredu depozitara u trenutku njenog nastupa, čime se još više naglašava dužnost društva za upravljanje da postupa u najboljem interesu ulagatelja.¹²³⁸

Međutim, nije jasno radi li se ujedno i o prekluzivnom roku istekom kojega društvo za upravljanje više ne bi imalo pravo postavljanja odštetnih zahtjeva temeljem čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a. S obzirom na to da to nije izrijekom određeno ZOIFJP-om, smatramo da se ne radi o prekluzijskom roku, a što ide i u korist ulagateljima UCITS fonda.¹²³⁹ Naime, društvo za upravljanje posjeduje veća stručna znanja i ima bolji pristup informacijama glede nastupa mogućih povreda depozitara i nastale štete UCITS fondu. Postavlja li tužbeni zahtjev društvo za upravljanje, ne otvaraju se podredno pitanja vezana uz pravnu narav suparničarstva koje postoji između ulagatelja ako oni tuže, zahtijeva li se dosuda u korist zasebne imovine UCITS fonda ili ulagatelju pripada pravo na dosudu alikvotnog dijela odštete. Ništa manje bitno nije niti pitanje parničnih troškova. U slučaju da parnicu vodi društvo za upravljanje, isti bi se troškovi mogli podmirivati iz zasebne imovine UCITS fonda ako se zadovolji uvjet da su kao mogući troškovi UCITS fonda naznačeni u prospektu UCITS fonda.¹²⁴⁰ U svakom slučaju, te troškove ne bi snosili ulagatelji.¹²⁴¹ Ulagatelji bi sami snositi parnične troškove, kada podnose tužbu protiv depozitara temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a. To bi svakako bila okolnost koja bi ih mogla odvratiti uopće od ideje da podnesu tužbu, pogotovo ako se ima u vidu da zbog velikog broja ulagatelja, odšteta na koju bi mogli računati ne bi bila usporediva s parničnim troškovima svojstvenima tako tehničkim i pravno složenim sporovima. Problem parničnih troškova vidimo kao jednu od ključnih zapreka za ostvarivanje i korištenje prava ulagatelja temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a.¹²⁴²

Vezano uz to, postavlja se pitanje u kojoj mjeri mogu ulagatelji utjecati na društvo za upravljanje da podigne tužbu protiv depozitara temeljem čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a. S obzirom na to da su društvo za upravljanje i ulagatelji u ugovornom odnosu temeljem sklopljenog ugovora o ulaganju,¹²⁴³ smatramo da bi ulagatelji mogli od društva za upravljanje to

¹²³⁸ Vidi čl. 48. st. 1. t. 1. ZOIFJP-a.

¹²³⁹ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 336.

¹²⁴⁰ Čl. 246. ZOIFJP. Naime, parnični troškovi vezano uz UCITS fond koje bi društvo za upravljanje moglo imati nisu izrijekom navedeni u čl. 245. st. 2. ZOIFJP-a kao troškovi koje društvo za upravljanje može naknaditi iz zasebne imovine UCITS fonda.

¹²⁴¹ Prema čl. 91. st. 4. ZOIFJP-a, društvo za upravljanje može naplatiti potraživanja za naknadu troškova u vezi sa zaključivanjem pravnih poslova za zajednički račun svih ulagatelja isključivo iz zasebne imovine UCITS fonda, a nikako ne izravno od ulagatelja. Vidi također čl. 245. st. 3. ZOIFJP-a.

¹²⁴² Tako se i u njemačkome pravu smatra da su troškovi ulagatelja povezani s vođenjem parnica protiv depozitara glavna zapreka provođenju tog prava ulagatelja. Stoga se također naglašava važnost prava i obveze društva za upravljanje da u svoje ime postavlja tužbene zahtjeve ulagatelja protiv depozitara (temeljem § 78. st. 2. KAGB-a). Tako i König, M., *Anlegerschutz im Investmentrecht*, Wiesbaden, 1998., str. 154.

¹²⁴³ O tomu je više rečeno u poglavlju 2.1.

zahtijevati budući da je to njegova obveza iz čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a.¹²⁴⁴ Društvo za upravljanje bi moglo biti posebno demotivirano podnositi te tužbe ako bi se s jedne strane samo izlagalo opasnosti da mu depozitar uzvrat protutužbom, budući da su, kao što je vidljivo iz ove knjige, obveze depozitara i društva za upravljanje u mnogim točkama oslanjajuće. K tome u slučaju korporativne povezanosti društva za upravljanje i depozitara također postoji vrlo mala vjerojatnost da će društvo za upravljanje (kao društvo kćerka) tužiti depozitara koji je najčešće društvo majka.

Nema zapreke da ulagatelji nastoje određenim radnjama potaknuti društvo za upravljanje na podnošenje tužbe. Oni to mogu učiniti, primjerice upućivanjem pismenih zahtjeva društvu za upravljanje. Smatramo da će do toga doći iznimno rijetko u praksi, i to zbog toga što ulagatelji u pravilu nemaju saznanja da je depozitar povrijedio neku od svojih obveza, osim u ekstremnim slučajevima financijskih skandala ili nagloga smanjenja vrijednosti portfolia UCITS fonda.

U čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a nije predviđeno koja to „prava ulagatelja UCITS fonda“ društvo za upravljanje ima „pravo i dužnost“ ostvarivati prema depozitaru. Odgovor na to pitanje možemo dobiti analizom odnosa između depozitara i ulagatelja. Kao što je već rečeno, radi se o izvanugovornom odnosu temeljem zakona.¹²⁴⁵ Za razliku od ugovornog odnosa, gdje ugovorne strane mogu jedna od druge potraživati i ispunjenje ugovorne obveze, kod izvanugovornih odnosa subjekti ne mogu tražiti ispunjenje ugovorne obveze.¹²⁴⁶ To znači da ulagatelji prema depozitaru mogu izravno ili neizravno kroz društvo za upravljanje ostvarivati pravo na naknadu štete koja im je nastala jer je depozitar povrijedio neku od svojih zakonskih obveza propisanih ZOIFJP-om.¹²⁴⁷

Društvo za upravljanje ostvaruje prava ulagatelja UCITS fonda u svoje ime, što je izrijekom određeno u čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a. Ovakvo rješenje zakonodavca osobito je bitno s obzirom na to da se prema hrvatskome pravu UCITS fondovi mogu osnivati jedino kao fondovi bez pravne osobnosti. Društvo za upravljanje ostvaruje pravo iz čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a za račun UCITS fonda, odnosno za račun svih ulagatelja UCITS fonda. To je u skladu s rješenjem iz čl. 91. st. 3. ZOIFJP-a, prema kojemu je ništetna svaka punomoć koju bi ulagatelji, svi ili pojedini, dali društvu za upravljanje da ih zastupa. Članak 91. st. 3. ZOIFJP-a zabranjuje društvu za upravljanje da zastupa interese samo nekih od ulagatelja UCITS fonda.

¹²⁴⁴ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 336.

¹²⁴⁵ O tomu je više rečeno u poglavlju 2.3.3.

¹²⁴⁶ Vizner, B., op. cit. u bilj. 369., str. 627.

¹²⁴⁷ Tako i za njemačko pravo vidi: Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 132-133.

Dakle, temeljem čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a, društvo za upravljanje nastupa u svoje ime, a za račun svih ulagatelja UCITS fonda.

U svezi s načinom na koji se postavlja tužbeni zahtjev, postavlja se pitanje dosuđuje li se naknada štete na račun zasebne imovine UCITS fonda ili izravno ulagateljima. Odgovor na ovo pitanje daje čl. 90. st. 2. ZOIFJP-a koji predviđa zakonsku surogaciju, točnije da sve što društvo za upravljanje stekne na temelju prava koja pripadaju UCITS fondu „*pripada UCITS fondu i čini imovinu UCITS fonda*“. Stoga valja tumačiti da sve što društvo za upravljanje ostvari temeljem prava ulagatelja u skladu s čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a, pripaja se i čini dio zasebne imovine UCITS fonda.

Kao što je već naznačeno, potencijalna zapreka podizanju tužbe iz čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a protiv depozitara od strane društva za upravljanje može postojati ako postoji korporativna povezanost između društva za upravljanje i depozitara, odnosno pripadnost istoj financijskoj grupi.¹²⁴⁸ Kako je društvo za upravljanje najčešće ovisno društvo u kojem depozitar može imati dionice/udjele (dok ono ne može imati dionice u depozitaru), tužba protiv društva majke, odnosno protiv imatelja većinskog ili kvalificiranog udjela negativno bi se financijski odrazila i na samu grupu. Zbog toga bi društvo za upravljanje moglo izbjegavati tužbu protiv depozitara (iako za nju ima osnove) jer bi pretpostavilo interese grupe pred interesima ulagatelja. Smatramo da je to jedan od razloga zašto je ulagateljima dano pravo na izravno podnošenje odštetnih zahtjeva prema depozitaru. Ako društvo za upravljanje propusti postaviti tužbeni zahtjev protiv depozitara u roku od 60 dana od nastupa povrede, a ulagateljima zbog toga propusta nastane dodatna šteta, smatramo da će društvo za upravljanje odgovarati ulagateljima za tako nastalu štetu.¹²⁴⁹

4.3.2. Pravo ulagatelja na izravnu tužbu protiv depozitara

Temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a, ulagateljima UCITS fonda izrijeком je dano pravo na izravnu tužbu prema depozitaru kada je to društvo za upravljanje propustilo napraviti.

¹²⁴⁸ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 334. Tako i za njemačko pravo vidi Kümpel, S., Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln, 2011., str. 1238. O tom specifičnom izvoru sukoba interesa unutar investicijskog trokuta vidi više u poglavlju 3.2.1.2.

¹²⁴⁹ Za hrvatsko pravo tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 334. Za njemačko pravo tako Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 15. Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 12.c KAGG Rbr. 11. Svojevrсно analogno rješenje nalazimo u SZ-u, gdje prema čl. 39. st. 8. osobe koje su ovlaštene zastupati dužnika temeljem zakona (primjerice, uprava d.d.-a), odgovaraju vjerovnicima za štetu koju su im prouzročili ako su povrijedili svoju obvezu da u zakonom određenim rokovima podnesu prijedloge za otvaranje stečajnog postupka nad društvom - dužnikom. U tom bi se slučaju šteta vjerovnika sastojala u tomu što bi, da su zastupnici po zakonu pravodobno pokrenuli stečajni postupak, mogli podmiriti svoja potraživanja od društva - dužnika u većem opsegu. Vidi o tomu i u Barbić, J., op. cit. u bilj. 510., str. 870.

Smatramo da bi ulagatelji to pravo imali i da nije izrijekom predviđeno ZOIFJP-om, i to temeljem obveznopравnih odnosa unutar investicijskog trokuta.¹²⁵⁰

Valja razlikovati je li depozitar povrijedio obvezu prema pojedinome ulagatelju ili je povrijedio obvezu koja se odnosi na cjelokupnu zasebnu imovinu UCITS fonda. U prvome slučaju šteta bi nastala samo pojedinačnome ulagatelju, a u drugome, svim ulagateljima. Članak 224. st. 4. ZOIFJP-a odnosio bi se na drugi slučaj.

Iako to pitanje nije izrijekom riješeno u ZOIFJP-u, primjenom općih propisa odštetnog prava,¹²⁵¹ smatramo da i pojedinačni ulagatelj može postaviti tužbeni zahtjev za naknadu štete prema depozitaru za štetu koja je nastala samo njemu.¹²⁵² Pri tomu je to pravo ulagatelja samostalno, neovisno o društvu za upravljanje i drugim ulagateljima.

Međutim, smatramo da će u praksi iznimno teško doći do ovakvog slučaja.¹²⁵³ Naime, depozitar obavlja poslove depozitara UCITS fonda u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda, a ne u odnosu na pojedinačne ulagatelje. Stoga kada depozitar povrijedi neku od svojih obveza, šteta će u pravilu nastati UCITS fondu, odnosno svim ulagateljima zajedno, a ne pojedinačnom ulagatelju.¹²⁵⁴

U nastavku će se analizirati značenje supsidijarnosti prava ulagatelja na postavljanje tužbenih zahtjeva prema depozitaru. Posebno će se obraditi pitanje mogu li ulagatelji temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a tražiti naknadu štetu od depozitara za svoj račun ili za račun UCITS fonda. Naposljetku će se analizirati mogu li ulagatelji UCITS fonda postavljati kolektivne tužbene zahtjeve za naknadu štete prema depozitaru.

4.3.2.1. Supsidijarnost prava na izravnu tužbu ulagatelja radi naknade štete protiv depozitara

Prema čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a, ako društvo za upravljanje ne postavi tužbene zahtjeve prema depozitaru temeljem čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a u roku od 60 dana od dana kada je depozitar povrijedio obvezu iz ZOIFJP-a, prospekta i pravila UCITS fonda, „*pravo na izravno podnošenje tužbe imaju ulagatelji*“. Analizom čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a jasno proizlazi da se

¹²⁵⁰ Tako i za njemačko pravo vidi Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 153.

¹²⁵¹ Vidi čl. 1045. st. 1. ZOO-a.

¹²⁵² Tako i za njemačko pravo vidi Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2437.

¹²⁵³ Tako i za njemačko pravo vidi Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2437.

¹²⁵⁴ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 336.

pravo ulagatelja UCITS fonda temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a pojavljuje kao supsidijarno u odnosu na pravo i obvezu društva za upravljanje temeljem čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a.¹²⁵⁵

Time se je hrvatski zakonodavac unaprijed uskladio sa zahtjevom iz čl. 24. st. 5 UCITS V Direktive prema kojemu ostvarivanje prava ulagatelja prema depozitaru ne smije dovesti do „[...] dvostruke pravne zaštite.“ Do dvostruke pravne zaštite svakako bi dovelo ako bi društvo za upravljanje i ulagatelj/i postavljali iste tužbene zahtjeve prema depozitaru.

Kako bi uvjerali sud u to da imaju aktivnu legitimaciju, ulagatelji će kao procesnu pretpostavku morati dokazati da je proteklo 60 dana od kada je depozitar povrijedio neku od svojih obveza temeljem ZOIFJP-a, prospekta i pravila UCITS fonda, te da u tom roku društvo za upravljanje nije tužilo depozitara. Da je došlo do povrede neće uvijek biti jednostavno dokazati, pa smatramo da valja tumačiti da je ovu procesnu pretpostavku dovoljno dokazati do stupnja vjerojatnosti.¹²⁵⁶ U protivnom bi ulagateljima bilo neopravdano teško dokazati postojanje njihove aktivne legitimacije.

¹²⁵⁵ Supsidijarnost zahtjeva ulagatelja prihvatio je i slovenski zakonodavac, koji je poslužio i kao zakonodavni uzor za rješenje iz čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a. Čl. 178. st. 4. ZISDU-2 predviđa: „Če družba za upravljanje v 30 dneh od prejema pisne zahteve imetnika enot investicijskega sklada oziroma člana nadzornega sveta investicijskega sklada ne vloži tožbe iz prejšnjega odstavka, lahko tako tožbo za račun oziroma v imenu in za račun investicijskega sklada vloži vsak imetnik enot investicijskega sklada oziroma nadzorni svet investicijskega sklada.“ Međutim, usporedbom čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a i čl. 178. st. 4. ZISDU-2 uočavaju se značajne razlike. Kao prvo, prema čl. 178. st. 4. ZISDU-2, rok u kojemu je društvo za upravljanje ovlašteno i dužno postaviti tužbene zahtjeve ulagatelja prema depozitaru u svoje ime a za račun ulagatelja je kraći, tj. iznosi samo 30 dana, dok prema čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a, taj rok iznosi 60 dana. Kao drugo, prema čl. 178. st. 4. ZISDU-2, rok u kojemu je društvo za upravljanje dužno postaviti zahtjeve ne teče od dana kada je depozitar počinio povrede kao što to predviđa čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a, već od dana kada je primio pisani zahtjev za postavljanje tužbenih zahtjeva prema depozitaru od ulagatelja fonda ili člana nadzornog odbora fonda (kada fond ima pravnu osobnost). Smatramo da je rješenje hrvatskoga zakonodavca povoljnije za ulagatelje, jer je prema čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a, društvo za upravljanje dužno postavljati tužbene zahtjeve prema depozitaru temeljem zakona, a ne temeljem pisanog zahtjeva ulagatelja UCITS fonda. Naime, ulagatelji su mahom neupoznati s činjenicom nastanka štete kao posljedicom povrede depozitara osim u ekstremnim slučajevima financijskih skandala ili naglog smanjenja neto vrijednosti i cijene udjela fonda. Također, radi se o nepovezanoj skupini pojedinačnih ulagatelja kojima bi i postavljanje pismenog zahtjeva prema društvu za upravljanje predstavljalo organizacijsko opterećenje. Rješenjem hrvatskoga zakonodavca iz čl. 224. st. 3. i čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a, stavlja se više zahtjeve na društvo za upravljanje da štiti interese ulagatelja, te ulagatelji uživaju veću zaštitu jer je društvo za upravljanje dužno štititi njihove interese i u slučajevima kada ulagatelji nisu ni svjesni da im je prouzročena šteta zbog povrede ZOIFJP-a, prospekta ili pravila UCITS fonda koju je počinio depozitar. Za razliku od toga, njemački zakonodavac nije usvojio supsidijarnost prava ulagatelja na izravno postavljanje zahtjeva u odnosu na obvezu društva za upravljanje na postavljanje tih istih zahtjeva u svoje ime, a za račun ulagatelja. Točnije, § 78. st. 2. KAGB-a glasi: „Die OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaft ist berechtigt und verpflichtet, im eigenen Namen Ansprüche der Anleger gegen die Verwahrstelle geltend zu machen. Der Anleger kann daneben einen eigenen Schadenersatzanspruch gegen die Verwahrstelle geltend machen.“ Austrijski zakonodavac pravo ulagatelja na postavljanje tužbenih zahtjeva prema depozitaru ostavlja *lex generalis* odredbama odštetnog prava. U § 43. st. 1. InvFG-a samo predviđa: „Die Depotbank haftet gegenüber der Verwaltungsgesellschaft und den Anteilhabern für jede Schädigung, die durch ihre schuldhaftige Pflichtverletzung verursacht worden ist.“

¹²⁵⁶ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 335.

4.3.2.2. Pravo ulagatelja da traži naknadu štete od depozitara za svoj račun ili za račun zasebne imovine UCITS fonda

Svaki ulagatelj ima pravo od depozitara tražiti naknadu štete koja je nastala samo njemu, odnosno koja se nije odrazila na zasebnoj imovini UCITS fonda. Međutim, ako depozitar povrijedi neku od svojih obveza temeljem ZOIFJP-a, prospekta ili pravila UCITS fonda, i time nastane šteta na zasebnoj imovinu UCITS fonda, postavlja se pitanje može li i u tom slučaju jedan ulagatelj ustati s tužbenim zahtjevom prema depozitaru samo za svoj račun ili tužbene zahtjeve mora postavljati samo za račun zasebne imovine UCITS fonda.

Analizom čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a odmah se nameće pitanje moraju li tužbeni zahtjev protiv depozitara postaviti svi ulagatelji UCITS fonda ili to pravo ima svaki pojedini ulagatelj. Čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a ne spominje izrijeком da tužbeni zahtjev mogu podnijeti samo „svi“ ulagatelji, ali spominje ulagatelje u množini. Stoga, da bi se dobio odgovor na postavljeno pitanje, potrebno je teleološki protumačiti ovu odredbu.

Prihvatimo li tumačenje da samo svi ulagatelji zajedno mogu postaviti tužbeni zahtjev protiv depozitara temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a, u procesnopravnom smislu radilo bi se, o tzv. nužnom suparničarstvu.¹²⁵⁷ Međutim, nužno suparničarstvo na aktivnoj strani, tj. na strani tužitelja iznimno je rijetko. Također, to znači da bi samo jedan ulagatelj nepodnošenjem tužbe mogao spriječiti postavljanje tužbenih zahtjeva preostalih ulagatelja temeljem čl. 244. st. 4. ZOIFJP-a.¹²⁵⁸ Uzmemo li u obzir da jedan UCITS fond može imati veliki broj ulagatelja, te da se kao oštećenici na aktivnoj strani tužitelja mogu pojaviti i ulagatelji koji su već izašli iz UCITS fonda ali su bili ulagatelji u trenutku počinjenja štetne radnje od strane depozitara, zahtjev nužnog suparničarstva praktički bi onemogućio pravo na izravnu tužbu iz čl. 244 st. 4 ZOIFJP-a.

Stoga se zalažemo da valja tumačiti da čl. 244 st. 4 ZOIFJP-a daje pravo na postavljanje tužbenih zahtjeva i svakom pojedinom ulagatelju.¹²⁵⁹ Takvo je stajalište u skladu sa zakonodavnim uzorima njemačkog i slovenskog zakonodavca, koji također predviđaju da tužbeni zahtjev protiv depozitara za naknadu štete koja je nastala svim ulagateljima može

¹²⁵⁷ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 339. O nužnim suparničarima vidi više u: Dika, M. Građansko parnično pravo, Stranke, njihovi zastupnici i treći u parničnom postupku, IV. knjiga, Zagreb, 2008., str. 168.

¹²⁵⁸ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 339.

¹²⁵⁹ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 339.

postaviti i samo jedan ulagatelj.¹²⁶⁰ *De lege ferenda*, hrvatski bi zakonodavac trebao izrijekom predvidjeti da pravo iz čl. 244. st. 4. ZOIFJP-a može koristiti svaki pojedini ulagatelj.

Razmatrajući ovo isto pitanje u kontekstu prava na tužbu ulagatelja UCITS fondova koji imaju pravnu osobnost luksemburški je sud u spojenim sudskim postupcima povezanim s financijskim skandalom Madoff,¹²⁶¹ ocijenio da ne postoji pravo na izravnu tužbu pojedinog ulagatelja prema depozitaru ako se radi o fondovima s pravnom osobnošću.¹²⁶² Sud je istaknuo da se pravo izravnog ostvarivanja tužbenih zahtjeva ulagatelja prema depozitaru u okviru EU prava izvodi iz čl. 24. UCITS IV Direktive,¹²⁶³ koji se odnosi samo na fondove bez pravne osobnosti. Sukladno tomu, luksemburški je sud potvrdio da bi ulagatelji imali pravo postavljanja pojedinačnog postavljanja tužbenih zahtjeva protiv depozitara da se radilo o fondovima bez pravne osobnosti.

Za razliku od toga, za UCITS fondove s pravnom osobnošću, luksemburški sud je smatrao da čl. 34. UCITS IV Direktive¹²⁶⁴ ukazuje da se pravo ulagatelja na postavljanje tužbenih zahtjeva prema depozitaru u UCITS fondovima s pravnom osobnošću ima tumačiti u skladu s nacionalnim pravom društava.¹²⁶⁵ U skladu s time, sud je smatrao da dioničari u fondovima osnovanima u pravnom obliku dioničkog društva (točnije, dioničkog društva s varijabilnim kapitalom - SICAV), nemaju pravo postavljati pojedinačne tužbene zahtjeve za štetu koju je depozitar prouzročio fondu, tj. društvu u kojem slučaju bi se takva tužba mogla kvalificirati kao *actio pro socio*.¹²⁶⁶ To pravo ima samo društvo, ali ne i njegovi dioničari.¹²⁶⁷

Smatramo da ovakvo shvaćanje luksemburškog suda nije u skladu s ciljevima EU zakonodavca u materiji UCITS fondova. Iako su argumenti temeljeni s motrišta

¹²⁶⁰ Tako slovenski zakonodavac u čl. 178. st. 4. ZISDU-2 izrijekom predviđa da ako društvo za upravljanje ne postavi tužbeni zahtjev protiv depozitara u predviđenom roku, to pravo ima „vsak imetnik enot investicijskega sklada oziroma“. Njemački zakonodavac u § 78. st. 2. t. 2. KAGB-a predviđa: „Der Anleger kann daneben einen eigenen Schadenersatzanspruch gegen die Verwahrstelle geltend machen.“

¹²⁶¹ Činjenice slučaja i presuda suda s obrazloženjem dostupna je u: Corbert, C., op. cit. u bilj. 1087. O tome također vidi Čulinović-Herc, E., Grković, N., op. cit. u bilj. 750., str. 601 i dalje.

¹²⁶² Valja napomenuti da se u ovome slučaju radilo o fondu s pravnom osobnošću dioničkog društva s varijabilnim kapitalom – SICAV (*société d'investissement à capital variable*). O ovom tipu fondova vidi više u Kremer, C., Lebbe, I., op. cit. u bilj. 32., str. 84.

¹²⁶³ Čl. 24. UCITS IV Direktive predviđa: „Liability to unit-holders may be invoked directly or indirectly through the management company, depending on the legal nature of the relationship between the depositary, the management company and the unit-holders.“

¹²⁶⁴ Čl. 34. UCITS IV Direktive glasi: „A depositary shall, in accordance with the national law of the investment company's home Member State, be liable to the investment company and the unit-holders for any loss suffered by them as a result of its unjustifiable failure to perform its obligations, or its improper performance of them.“

¹²⁶⁵ Vidi Corbert, C., op. cit. u bilj. 1087., str. 18.

¹²⁶⁶ Corbert, C., op. cit. u bilj. 1087., str. 19.

¹²⁶⁷ Glavni argument suda temeljio se na tradicionalnoj doktrini prava društava, prema kojoj dioničari nisu ovlašteni postavljati tužbene zahtjeve protiv trećih osoba izvan dioničkog društva, već to pravo pripada društvu kojeg pri tomu zastupa uprava. Vidi Čulinović-Herc, E., Grković, N., op. cit. u bilj. 750., str. 603. I u hrvatskoj doktrini prava društava, dioničari ne mogu pojedinačno niti u kao *actio pro socio* postavljati tužbene zahtjeve protiv trećih osoba izvan društva a za račun društva. Vidi Barbić, J., op. cit. u bilj. 510., str. 851.

tradicionalnog poimanja položaja dioničara u pravu društava koje je luksemburški sud smatrao valjanima, smatramo da u domeni investicijskih fondova prednost valja dati specifičnim načelima i uređenjima investicijskih fondova. Nema opravdanog razloga zašto bi se drukčije tretiralo pravo ulagatelja na postavljanje pojedinačnih zahtjeva protiv depozitara jer je određeni UCITS fond osnovan kao dioničko društvo (posebice kao dioničko društvo s varijabilnim kapitalom) ili kao zasebna imovina UCITS fonda.¹²⁶⁸ Iako to predstavlja izazove u odnosu na tradicionalnu doktrinu prava društava, EU zakonodavac se u UCITS V Direktivi jasno izjasnio da način ostvarivanja prava ulagatelja prema depozitaru ne bi smio ovisiti o pravnom obliku u kojemu je UCITS fond osnovan.¹²⁶⁹ Ulagateljima u UCITS fondove morala bi pripasti ista razina zaštite, a procesnopravna komponenta te zaštite jednako je bitna kao i zaštita koja se pruža materijalnim pravom. Sa stajališta hrvatskoga prava, s obzirom na to da UCITS fondovi nemaju pravnu osobnost, nema takvih dvojbi, te smatramo da ulagatelji svih UCITS fondova koji su osnovani u Republici Hrvatskoj imaju pravo na izravnu tužbu prema depozitaru.

Nadalje se postavlja pitanje može li ulagatelj ustati tužbom protiv depozitara temeljem čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a za svoj račun ili samo za račun zasebne imovine UCITS fonda. Kada društvo za upravljanje ostvaruje prava ulagatelja prema depozitaru temeljem čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a, ono to može raditi samo za račun svih ulagatelja, a sve što stekne temeljem ostvarivanja prava ulagatelja u postavljenim odštetnim zahtjevima, pripaja se zasebnoj imovini UCITS fonda temeljem zakonske surogacije iz čl. 90. st. 2. ZOIFJP-a. Postavlja se pitanje vrijedi li navedeno i za ulagatelje kada ostvaruju pravo iz čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a.

Prima facie, zaključilo bi se da nema razloga priznavati različite pravne učinke po ulagatelje i UCITS fond ovisno o tome postavlja li odštetni zahtjev prema depozitaru društvo za upravljanje temeljem čl. 224/3 ZOIFJP-a, ili ulagatelji temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a. Argument u ovome smjeru jest svakako i što se pravo ulagatelja iz čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a pojavljuje kao supsidijarno u odnosu na pravo društva za upravljanje iz čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a, što se može tumačiti i da ulagatelji stupaju u pravni položaj društva za upravljanje.¹²⁷⁰

¹²⁶⁸ Tako i Čulinović-Herc, E., Grković, N., op. cit. u bilj. 750., str. 609. Tako i s aspekta njemačkog prava, vidi Gruhn, A. M., op. cit. u bilj. 30, str. 216-217.

¹²⁶⁹ Preambula br. 28. UCITS V Direktive predviđa: „Pravna zaštita protiv depozitara ne bi trebala ovisiti o pravnom obliku UCITS-a (korporativni ili ugovorni oblik) niti o pravnoj prirodi odnosa između depozitara, društva za upravljanje i imatelja udjela.“

¹²⁷⁰ Ovim se argumentom vodio i slovenski zakonodavac, koji je u čl. 178. st. 4. ZISDU-2 izrijekom predvidio da ako društvo za upravljanje ne postavi tužbeni zahtjev protiv depozitara temeljem čl. 178. st. 3. ZISDU-2: „lahko tako tožbo za račun oziroma v imenu in za račun investicijskega sklada vloži vsak imetnik enot investicijskega sklada oziroma nadzorni svet investicijskega sklada.“ Dakle, kada ulagatelji postavljaju tužbene zahtjeve temeljem čl. 178. st. 4. ZOIFJP-a, tada i samo jedan ulagatelj može postaviti taj zahtjev, ali uvijek za račun

Međutim, postavlja se pitanje koja je svrha dodjele prava na izravnu tužbu ulagatelja prema depozitaru ako ulagatelj ne može tražiti dosudu štete u svoju korist, odnosno ima li on uopće pravni interes tužiti u ime neimenovane grupe ulagatelja. Dijelić štete koja je nanesena njemu i za koju bi on zahtijevao dosudu (imajući u vidu visinu njegova udjela u UCITS fondu) nerazmjerno je mali u odnosu na troškove tih postupaka, posebno s obzirom na okolnost da su ključni dokazi o nanošenju štete uobičajeno dio ugovorne dokumentacije između društva za upravljanje i depozitara kojoj ulagatelj u pravilu nema pristupa. Stoga se opravdano može zaključiti da bi vođenje odštetne parnice jednog ulagatelja za račun svih ulagatelja u praksi bilo povezano s iznimno visokim sudskim troškovima,¹²⁷¹ jednim dijelom posljedica i neproporcionalno visoke vrijednosti predmeta spora u odnosu na udio pojedinog ulagatelja,¹²⁷² a bez mogućnosti naknade tih troškova od imovine UCITS fonda. Pri tomu, valja uvijek imati na umu da su ulagatelji UCITS fondova mahom mali ulagatelji, bez stručnih znanja te u pravilu bez financijskih sredstava kojima bi financirali takve parnice.

U njemačkoj pravnoj literaturi stajališta starijih pravnih pisaca bili su da, kada šteta nastane na zasebnoj imovini fonda, tada svaki ulagatelj ima pravo tražiti naknadu štete od depozitara jedino za račun svih ulagatelja, a ne samo za svoj dijelić štete.¹²⁷³ No, takvo je razmišljanje bila posljedica drukčijeg zakonodavnog rješenja iz § 12c st. 3 KAGG-a koji je

fonda, odnosno svih ulagatelja. Međutim, time slovenski zakonodavac nije isključio pravo ulagatelja da tužbene zahtjeve protiv depozitara postavlja i za svoj račun. Vidi čl. 178. st. 5. ZISDU-2.

¹²⁷¹ Tako i za njemačko pravo vidi Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 139. Stoga se postavlja pitanje bi li se ulagatelji mogli osloboditi plaćanja parničnih troškova. Prema hrvatskome pravu, pravo na besplatnu pravnu pomoć, odnosno oslobođenje od plaćanja troškova postupka mogu ostvariti stranke koje prema svom općem imovinskom stanju ne mogu podmiriti (zakonom određene) parnične troškove bez štete za nužno uzdržavanje sebe i svoje obitelji (čl. 172. st. 1. ZPP). Odluku o oslobođenju plaćanja određenih parničnih troškova donosi sud, a oslobođenje može obuhvaćati oslobođenje od plaćanja sudskih pristojbi i oslobođenje od polaganja predujma za troškove svjedoka, vještaka, uviđaja i sudskih oglasa (čl. 172. st. 2. ZPP). U tom bi se slučaju ta sredstva podmirila iz sredstava suda. Da bi se ulagatelji mogli pozivati na opisanu besplatnu pravnu pomoć, morali bi dokazati da je njihovo imovinsko stanje takvo da im sud sukladno odredbama ZPP-a, odobri zahtjev za besplatnu pravnu pomoć. Međutim, valja imati na umu da su stranke u tom slučaju oslobođene samo plaćanja predujmova navedenih troškova, što znači da oslobođenje od tih troškova nije apsolutno. Vidi u Čizmić, J., O pružanju besplatne pravne pomoći, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 31 (1), 2010., str. 416. Također, u slučaju da više ulagatelja kao suparničari postavljaju tužbene zahtjeve, za svakoga bi sud posebice odlučio je li zahtjev za oslobođenje od plaćanja troškova sudskog postupka opravdano. U svakom slučaju, troškovi odvjetnika ne ubrajaju se pod predviđene troškove iz čl. 172. st. 2. ZPP-a. Dakle, hoće li ulagatelji ostvariti pravo na oslobođenje od plaćanja troškova postupka iz čl. 172. ZPP-a ovisit će o konkretnom slučaju i imovinskim okolnostima svakog pojedinog ulagatelja.

¹²⁷² Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 337 i dalje.

¹²⁷³ Dakle, iako je u procesnopravnom smislu tužbeni zahtjev prema depozitnoj banci mogao postaviti i samo jedan ulagatelj, u materijalnopravnom smislu, on je to mogao napraviti samo u ime zasebne imovine fonda, što se označavalo kao svojevrsni *actio pro socio*, iako fond nije društvo već zasebna imovina bez pravne osobnosti. Vidi: Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2482. Oberlandesgericht (OLG) Frankfurt a. M., presuda od 19.12.1996. objavljena u Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 1997.; Bundesgerichtshofs (BGH), presuda od 18. September 2001 (XI ZR 337/00, Frankfurt a.M.), objavljena u Zeitschrift für Wirtschaftsrecht- und Bankrecht, 2001., str. 2053-2054; Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 95.

glasio: „*Dies schließt die Geltendmachung dieser Ansprüche durch die Anteilinhaber nicht aus.*“

Međutim, novi KAGB u § 78 st. 2 t. 2 glasi: „*Der Anleger kann daneben einen eigenen Schadenersatzanspruch gegen die Verwahrstelle geltend machen.*“¹²⁷⁴, što znači da je ranije shvaćanje napušteno, tako da prema važećim propisima ulagatelj ima pravo postavljati zahtjev za naknadu štete od depozitara i za svoj račun, a ne više samo za račun zasebne imovine fonda.¹²⁷⁵ Slovenski zakonodavac također je usvojio odgovarajuće rješenje.¹²⁷⁶

Međutim, kako hrvatski zakonodavac u čl. 224. st. 4. propisuje „*pravo na izravno podnošenje tužbe imaju ulagatelji*“, bez da precizira postavljaju li oni taj zahtjev u svoje ime i za svoj račun ili za račun zasebne imovine UCITS fonda, i dalje ostaje dvojbeno koje od tih tumačenja primijeniti.

Kao smjernica za teleološki ispravno tumačenje čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a mogu poslužiti i dva vodeća argumenta u njemačkoj pravnoj znanosti koji su naposljetku rezultirali citiranom promjenom KAGB-a. Kao prvo, smatralo se pogrešnom tezu da šteta može nastati samo na cijeloj zasebnoj imovini fonda, a ne i na pojedinom udjelu.¹²⁷⁷ Ovakvo shvaćanje posljedica je određenja fonda kao zasebne imovine bez pravne osobnosti. To znači da šteta uvijek nastaje na udjelima u zasebnoj imovini UCITS fonda, a ne na UCITS fondu kao cjelini s obzirom na to da on nema pravnu osobnost. Kao drugo, smatralo se pogrešnim shvaćanje da ulagatelj u investicijskom trokutu prava prema depozitaru i društvu za upravljanje izvodi iz zasebne imovine UCITS fonda.¹²⁷⁸ Ulagatelj svoja prava prema društvu za upravljanje i depozitaru primarno temelji na obveznopravnim odnosima. Između njega i društva za upravljanje postoji ugovor o ulaganju, a s depozitarom se nalazi u izvanugovornom pravnom odnosu. Tumačenje prema kojem bi ulagatelji mogli tužiti depozitara samo za račun zasebne imovine UCITS fonda ne uvažava u dovoljnoj mjeri opisani pravni položaj ulagatelja kojem

¹²⁷⁴ Istu je odredbu sadržavao i InvG iz 2003. godine u § 28. st. 2.

¹²⁷⁵ Vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 16; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 139; Einsele, D., op. cit. u bilj 383., str. 541, Rbr. 49.

¹²⁷⁶ Čl. 178. st. 5. ZISDU-2 predviđa: „*Tretji in četrti odstavek tega člena ne izključujeta pravice posameznega imetnika enot investicijskega sklada do povrnitve škode, ki mu jo skrbnik povzroči z neizpolnitvijo oziroma nepravilno izpolnitvijo obveznosti iz prvega odstavka 174. člena tega zakona.*“ Pri tome čl. 174. ZISDU-2 nabraja poslove koje depozitar obavlja za investicijski fond.

¹²⁷⁷ Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 17; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 139.

¹²⁷⁸ Tako i za njemačko pravo vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 17; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 139; Einsele, D., op. cit. u bilj 383., str. 541, Rbr. 49.

je šteta nastala primarno zbog povrede ugovornih ili obveza koje se temelje izravno na zakonu depozitara ili društva za upravljanje.

Smatramo da pri tumačenju čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a treba uzeti u obzir opisane argumente. Oba argumenta primjenjiva su i za hrvatsko pravo, s obzirom na to da UCITS fondovi nemaju pravnu osobnost, te se položaj ulagatelja prema društvu za upravljanje i depozitaru temelji primarno na obveznopравnim odnosima. Također, smatramo da pri tumačenju valja uzeti u obzir i svrhu propisivanja čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a. Tumačenje da jedan ulagatelj može tužiti depozitara samo za račun zasebne imovine UCITS fonda, zbog visokih sudskih troškova povezanih s takvim parnicama, zapravo čini pravo ulagatelja iz čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a besmislenim i bez pravog pravnog interesa. S druge strane, prihvati li se tumačenje da pojedini ulagatelj može potraživati naknadu štete i samo za svoj račun, postoji mogućnost da će netko od ulagatelja imati pravni interes za vođenje takve parnice. Naravno, i dalje postoji problem visokih parničinih troškova, te će se čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a razmjerno rijetko primjenjivati u praksi čak i u tom slučaju. Zbog toga je vjerojatnije očekivati da će te parnične postupke pokretati više ulagatelja zajedno, i to putem, tzv. kolektivnih tužbi.¹²⁷⁹

Pri tome se postavlja pitanje kako odrediti iznos štete koji je nastao na udjelu/udjelima ulagatelja koji je u svoje ime zahtijevao naknadu nastale štete od depozitara. U slučajevima kada je istom štetnom radnjom depozitara šteta nastala i ostalim ulagateljima, odnosno kada se primarno odrazila na zasebnoj imovini UCITS fonda, ulagatelj će morati najprije dokazati tu štetu (i njezinu visinu) koju trpi zasebna imovina UCITS fonda kako bi se mogao utvrditi alikvotni dio njemu nastale štete.¹²⁸⁰ Dakle, šteta po pojedinačnom zahtjevu ulagatelja, kada je istom štetnom radnjom šteta nastala i ostalim ulagateljima, može biti samo razmjerna ukupnoj šteti i to zavisno od visine udjela pojedinačnog ulagatelja u UCITS fondu.

4.3.2.2.1. Dosuđuje li se naknada štete u korist zasebne imovine UCITS fonda ili ulagateljima?

Naposljetku valja odgovoriti dosuđuje li se naknada štete u korist zasebne imovine UCITS fonda ili ulagateljima kada ulagatelji tuže depozitara temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a. Ako se ostvarena naknada štete može dosuditi samo zasebnoj imovini UCITS fonda, svaki bi ulagatelj mogao potraživati od depozitara naknadu štete samo za račun zasebne imovine UCITS fonda. Kao što je prije argumentirano, kada društvo za upravljanje tuži depozitara za

¹²⁷⁹ O mogućim kolektivnim zahtjevima ulagatelja UCITS fonda prema depozitaru vidi više u poglavlju 4.3.2.3.

¹²⁸⁰ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 337.

račun ulagatelja temeljem čl. 224. st. 3. ZOIFJP-a, neupitno je da se dosuđena sredstva imaju pripojiti zasebnoj imovini UCITS fonda.¹²⁸¹ Međutim, dvojbeno je vrijedi li isto rješenje i kada ulagatelji tuže depozitara temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a.

Moguća su dva tumačenja. Prema jednome, prava ulagatelja UCITS fonda proizlaze iz zasebne imovine UCITS fonda, odnosno iz stvarnopravnog položaja ulagatelja u UCITS fondu. U tom slučaju, ulagatelji bi mogli tražiti dosudu naknade štete samo za zasebnu imovinu UCITS fonda. Prema drugome, prava ulagatelja temelje se na obveznopravnim odnosima prema društvu za upravljanje i depozitaru. U tom slučaju, otvara se prostor tumačenju da su ulagatelji, pod određenim uvjetima, ovlašteni tražiti dosudu i samo za svoj račun.

Indikativnim smatramo izloženu promjenu u shvaćanju njemačkih pravnih teoretičara glede prava ulagatelja da postavljaju tužbene zahtjeve i za svoj račun.¹²⁸² U starijem shvaćanju smatralo se da ulagatelji izvode svoja prava prema depozitaru iz zasebne imovine UCITS fonda, te da stoga ulagatelji mogu postavljati tužbene zahtjeve protiv depozitara uvijek samo za račun zasebne imovine UCITS fonda. U skladu s time, tumačilo se da se sve ostvareno temeljem takvih tužbenih zahtjeva ima surogacijom pripojiti zasebnoj imovini UCITS fonda.¹²⁸³

Primjenimo li ovaj pristup u našem pravu, tada bi uporište tražili u stvarnopravnim institutima. Kako ZOIFJP govori o zajedničkom pripadanju, odnosno „vlasništvu“ ulagatelja nad zasebnom imovinom UCITS fonda, valja istaknuti da je zajedničar ovlašten prema trećima¹²⁸⁴ postavljati zahtjeve samo glede cijele imovine u zajedničkom vlasništvu,¹²⁸⁵ a predaju stvari samo prema pravilima o nedjeljivim obvezama.¹²⁸⁶ To bi značilo da pojedini ulagatelj može postavljati tužbene zahtjeve prema depozitaru temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a samo za račun zasebne imovine UCITS fonda, te bi se sve ostvareno temeljem takvih zahtjeva pripajalo zasebnoj imovini UCITS fonda.

¹²⁸¹ Čl. 90. st. 2. ZOIFJP-a. Također vidi u poglavlju 4. 3. 1.

¹²⁸² Vidi više o tomu u poglavlju 4.3.2.2.

¹²⁸³ Tako Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 96.

¹²⁸⁴ U odnosu prema trećima, čl. 62. st. 2. ZVDSP-a izričito predviđa da je zajedničar ovlašten postavljati sve zahtjeve prema trećima koje inače može postaviti vlasnik stvari. Za to mu čak i ne treba suglasnost ostalih zajedničara.

¹²⁸⁵ To jasno proizlazi i iz same naravi zajedničkog vlasništva, gdje udjeli nisu određeni, a glede imovine svi se zajedničari pojavljuju kao zajednički vlasnici u istom pravnom položaju. Vidi o tomu u: Gavella, N., u Gavella, N. *et al.*, op. cit. u bilj. 427., str. 729.

¹²⁸⁶ Naime, čl. 62. st. 2. ZVDSP-a predviđa da svaki zajedničar može od dužnika tražiti da ispunjenje obveze, tj. predaju stvari prema pravilima o nedjeljivim obvezama sukladno čl. 64. ZOO-a. Pravilo je da vjerovnik nedjeljive obveze, odnosno zajedničar može tražiti da mu se činidba ispuni, tj. da mu se preda stvar samo ako je na to ovlašten od drugih zajedničara ili može tražiti da se stvar preda svim zajedničarima zajedno ili da se stvar položi sudu ili javnom bilježniku.

Za razliku od toga, prema novijem shvaćanju njemačke pravne znanosti, ulagatelji svoja prava prema depozitaru temelje na obveznompravnim odnosima temeljem zakona, a ne na stvarnompravnim položaju ulagatelja u UCITS fondu. Takvo shvaćanje za posljedicu ima i da se smatra da su ulagatelji ovlašteni postavljati tužbene zahtjeve protiv depozitara kada je šteta nastala na zasebnoj imovini UCITS fonda i za svoj račun.¹²⁸⁷

Priklanjamo se tumačenju da ulagatelji svoja prava prema depozitaru i prema društvu za upravljanje temelje na obveznompravnim odnosima, a ne na stvarnompravnim položaju kojeg imaju u UCITS fondu. Stvarnompravni položaj ulagatelja UCITS fonda ogoljen je od gotovo svih vlasničkopravnih ovlaštenja u odnosu na opći stvarnompravni režim zajedničkog vlasništva.¹²⁸⁸ Tako ulagatelji ne mogu upravljati imovinom fonda, ne mogu ostvarivati prava glasa iz financijskih instrumenata UCITS fonda, ne mogu tražiti diobu imovine UCITS fonda, te se općenito može reći da odredbe ZOIFJP-a gotovo u potpunosti derogiraju ZVSDP-u. Stoga smatramo da se položaj ulagatelja u UCITS fondu treba tumačiti u skladu sa specifičnim uređenjem investicijskih fondova u ZOIFJP-u. Ulagatelji sklapaju ugovor o ulaganju s društvom za upravljanje, a depozitar se obvezuje ispunjavati poslove depozitara kako su propisani ZOIFJP-om. Upravo to čini okosnicu položaja ulagatelja u investicijskom trokutu.

Pored toga, smatramo da valja prihvatiti tumačenje koje ide u korist ulagatelja s obzirom na to da je zaštita malih ulagatelja jedno od osnovnih načela u okviru UCITS zakonodavstva. Primjenom ovog načela, smatramo da nije teleološki opravdano ulagateljima davati pravo postavljanja pojedinačnih tužbenih zahtjeva prema depozitaru, a bez da im se omogući izravnu isplatu odgovarajućeg dijela ostvarene naknade štete. Također, prihvatimo li tumačenje da se prava ulagatelja temelje na obveznompravnim odnosima u okviru investicijskog trokuta, postaje upitnim imaju li ulagatelji pravni interes tužiti za naknadu štete koja je nastala cijeloj zasebnoj imovini UCITS fonda.

Temeljem shvaćanja da ulagatelji izvođe svoja prava prema depozitaru iz zakonom uređenog obveznompravnog odnosa u komparativnom se pravu pojavljuju novi argumenti koji iz motrišta obveznog prava podupiru shvaćanje da ulagatelj može tražiti dosudu naknade štete u svoju korist. Prema tom shvaćanju odgovor na pitanje kome se dosuđuje naknada štete ovisi o tome radi li se o djeljivim ili nedjeljivim obvezama depozitara prema ulagateljima fonda.¹²⁸⁹

¹²⁸⁷ O tomu je više rečeno u prethodnom poglavlju 4.3.2.2.

¹²⁸⁸ O tomu je više rečeno u poglavlju 2.4.2.

¹²⁸⁹ Za hrvatsko pravo tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 342. Za njemačko pravo vidi Einsele, D., Bank- und Kapitalmarktrecht, Tübingen, 2010., str. 540, Rbr. 48. Isti se argumenti javljaju i za austrijsko pravo. Tako Oppitz za austrijsko pravo, koji odgovarajući

Prema tom shvaćanju ulagatelji se smatraju vjerovnicima (temeljem zakona utvrđenih) obveza depozitara. Ako se radi o nedjeljivoj obvezi tada pojedini ulagatelj može samo zahtijevati ispunjenje te obveze u korist svih ulagatelja, odnosno u korist zasebne imovine UCITS fonda. Ako se pak radi o djeljivim obvezama depozitara prema ulagateljima, tada bi svaki ulagatelj mogao postavljati pojedinačni zahtjev za naknadom štete.¹²⁹⁰

No, radi li se o djeljivoj ili o nedjeljivoj obvezi depozitara, ovisi o kvalifikaciji određene obveze depozitara, što valja prosuđivati u svakom pojedinom slučaju.

Primjerice, ako je došlo do gubitka financijskih instrumenata danih u skrbništvo depozitaru, te se od depozitara traži da vrati financijske instrumente iste vrste, smatramo da će se raditi o nedjeljivoj obvezi depozitara, jer u tom slučaju depozitar neće moći podijeliti financijski instrument na pojedine ulagatelje na način da dijelovi imaju ista svojstva kao cijeli financijski instrument. To će za posljedicu imati da su ulagatelji ovlašteni postavljati tužbeni zahtjev protiv depozitara za povrat financijskih instrumenata UCITS fonda samo za račun svih ulagatelja, odnosno zasebne imovine UCITS fonda,¹²⁹¹ te će se vraćeni financijski instrumenti surogacijom pripojiti zasebnoj imovini UCITS fonda.

Za razliku od toga, kada depozitar na ime naknade štete ulagateljima isplaćuje određena novčana sredstva, smatramo da će se raditi o djeljivim obvezama depozitara.¹²⁹² U

na pitanje mogu li ulagatelji postaviti pojedinačni tužbeni zahtjev ili samo za račun svih ulagatelja, kao kriterij uzima postavlja li se zahtjev za povrat stvari i prava (tzv. *Naturalrestitution*) ili zahtjev za naknadom štete (*Geldersatz*). Pa ako se postavlja zahtjev za povrat stvari, tada su ulagatelji u položaju vjerovnika nedjeljive obveze, a ako se radi o zahtjevu za naknadom štete u novcu, s obzirom na to da je novac u ekonomskom smislu djeljiva obveza, smatra da ulagatelj može postavljati isključivo pojedinačne zahtjeve za naknadom štete. Vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., str. 360, Rbr. 3/142.

¹²⁹⁰ Tako i za njemačko pravo vidi: Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 154.

¹²⁹¹ Smatramo da se ulagatelji ne bi mogli kvalificirati kao solidarni vjerovnici tražbine prema društvu za upravljanje ili depozitaru. Za usporedbu, njemački zakonodavac uređuje institut solidarnih vjerovnika u § 428. BGB-a. Solidarni vjerovnici tvore, tzv. *Gesamtläubigerschaft*, a vjerovnici nedjeljive obveze kod kojih solidarnost nije ugovorena ili zakonom određena prema § 432. BGB-a tvore, tzv. *Mitgläubigerschaft*. Vidi za njemačko pravo: Looschelders, D., op. cit. u bilj. 229., str. 401. U okviru investicijskog posla, smatra se da ulagatelje tvore, tzv. *Mitgläubigerschaft*, što znači da su u položaju vjerovnika nedjeljivih obveza bez ugovorene solidarnosti. Vidi: Baur, J., op. cit. u bilj. 230., §6 KAGG Rbr. 12; Klenk, F. E., op. cit. u bilj. 104., str. 8; Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 28.) Solidarnost mora biti izričito propisana zakonom ili ugovorom (vidi čl. 64. st. 2. ZOO-a) što nije napravljeno ZOIFJP-om niti ugovorom o ulaganju. Razlikovanje između solidarnih vjerovnika nedjeljive obveze i onih koji to nisu je važno jer kod solidarnih vjerovnika, svaki vjerovnik može zahtijevati ispunjenje cijele obveze, a dužnik može ispuniti svoju obvezu bilo kojem vjerovniku čime se oslobađa obveze prema svima (čl. 55. ZOO-a). Za razliku od toga, kod vjerovnika koji nisu solidarni, vjerovnik može tražiti ispunjenje obveze samo za sve vjerovnike, a dužnik svoju obvezu mora ispuniti prema svim vjerovnicima, jer ako ju ispuni samo prema jednome, oslobodit će se svoje obveze samo ako vjerovnik kojemu je ispunio obvezu ima ovlast drugih vjerovnika da primi ispunjenje, o čemu dužnik može zatražiti i dokaz od vjerovnika. Za razliku između solidarnih vjerovnika nedjeljive obveze i onih koji to nisu vidi: Cigoj, S., Komentar obligacijskih razmerij, Ljubljana, 1984., str. 104 i str. 1273; Česić, Z., Gorenc, V. et al., u Gorenc, V. (ur.), op. cit. u bilj. 229., str. 82; To znači da bi pojedini ulagatelj, u slučajevima kada se radi o nedjeljivoj obvezi društva za upravljanje ili depozitara, mogao tražiti ispunjenje samo za sve ulagatelje ili bi sam mogao primiti ispunjenje pod uvjetom da je na to ovlašten od drugih ulagatelja. Drukčije vrijedi ako se radi o djeljivim obvezama.

¹²⁹² Tako i za njemačko pravo vidi Einsele, D., op. cit. u bilj. 383., str. 540, Rbr. 48. Isti se argumenti javljaju i za austrijsko pravo. Vidi: Oppitz, M., u Apathy, P., Iro, G., Koziol, H. (ur.), op. cit. u bilj. 83., Rbr. 3/142.

ekonomskom smislu,¹²⁹³ naknada štete u novcu je po prirodi stvari djeljiva obveza, za koju je svaki vjerovnik ovlašten postavljati pojedinačni zahtjev, i to kao vjerovnik djeljive obveze koja mu proporcionalno pripada, te ostvarivati svoj zahtjev neovisno o drugima.¹²⁹⁴ Iako je primarni oblik naknade štete prema hrvatskome pravu naturalna restitucija, s obzirom na to da se šteta ulagateljima primarno odražava kroz smanjenje vrijednosti njihovih udjela, u pravilu će se obveza depozitara na naturalnu restituciju prema ulagateljima svoditi na naknadu u novčanim sredstvima.¹²⁹⁵ Stoga, kada ulagatelji postavljaju tužbeni zahtjev protiv depozitara temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a za naknadu štete isplatom novčanih sredstava, a što će mahom biti slučaj dođe li do takvih parnica, smatramo da valja tumačiti da su ulagatelji ovlašteni tražiti da im se njihov dio u ostvarenoj naknadi štete izravno isplati.

4.3.2.3. Pravo ulagatelja na postavljanje kolektivnih tužbenih zahtjeva prema depozitaru

Ako pođemo od teze da ulagatelji imaju pravo temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a na individualnu tužbu prema depozitaru (za svoj račun) pod uvjetom da im je depozitar nanio štetu te pod dodatnim uvjetom da se radi o naknadi štete u vidu novčanog ekvivalenta, šteta koju trpi pojedini ulagatelj bit će možda neznatna u odnosu na troškove koje će isti ulagatelj morati snositi vođenjem parnice. Stoga postoji nepobitan interes ulagatelja da parnične troškove podijele s ulagateljima - suparničarima.¹²⁹⁶ Na razini EU-a, smatra se da je usvajanje učinkovitih procesnopравnih mehanizama za ostvarivanje prava ulagatelja na tržištu kapitala, jedno od ključnih čimbenika za ponovno pridobivanje povjerenja ulagatelja nakon financijske krize iz 2008. godine.¹²⁹⁷ Stoga valja ispitati stoji li im na raspolaganju takav procesnopравni instrumentarij prema hrvatskome pravu.

Djeljivom se obvezom općenito smatra obveza koja bi se mogla ispuniti u dijelovima koji imaju ista svojstva kao i cijela činidba i ako ono što se duguje pri tome ne gubi ništa od svoje vrijednosti (vidi čl. 41. st. 1. ZOO-a).

¹²⁹³ Općenito, obveze se mogu smatrati nedjeljivima na više načina, točnije u prirodnom, pravnom ili u ekonomskom smislu. Vidi: Ćesić, Z., Gorenc, V. et al., u Gorenc, V. (ur.), op. cit. u bilj. 229., str. 82; Cigoj, S., op. cit. u bilj. 1291., str. 1269.

¹²⁹⁴ Vidi primjere koje Vizner navodi u Vizner, B., op. cit. u bilj. 369., str. 1398. Prema Vizneru, djeljive obveze nastaju na temelju iste pravne osnove, ali njihovo postojanje je „... *samostalno i međusobno nezavisno*“.

¹²⁹⁵ Osim novčanih sredstava, povratak izgubljenih financijskih instrumenata UCITS fonda dolazi u slučaju objektivne odgovornosti depozitara iz čl. 220. st. 2. ZOIFJP-a. Međutim, iz čl. 220. st. 2. ZOIFJP-a jasno proizlazi da se i u tom slučaju šteta može naknaditi vraćanjem izgubljenih financijskih instrumenata ili isplatom odgovarajućih novčanih sredstava, pri čemu izbor oblika naknade štete ostaje na depozitaru. Vidi više u poglavlju 4.3.2.2.

¹²⁹⁶ Mogućnost postavljanja kolektivnih tužbenih zahtjeva ulagatelja protiv depozitara iz istih je razloga iznimno važno i u slučaju kada bi se prihvatilo tumačenje da ulagatelji mogu postavljati tužbene zahtjeve iz čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a samo svi zajedno, kao i ako bi se tumačilo da pojedini ulagatelji mogu postavljati tužbene zahtjeve protiv depozitara samo za račun zasebne imovine UCITS fonda.

¹²⁹⁷ Tako i Feess, E., Halfmeier, A., The German Markets Model Case Act (KapMuG): a European role model for increasing the efficiency of capital markets? Analysis and Suggestions for reform, 20 (4), 2014., str. 361.

Pravo ulagatelja na podizanje kolektivne tužbe prema depozitaru nije uređeno ZOIFJP-om, što znači da se odgovor na to pitanje mora tražiti u općim institutima građanskog postupovnog prava. ZPP u noveli iz 2011. godine uvodi, tzv. tužbu za zaštitu kolektivnih prava i interesa.¹²⁹⁸ Međutim, odredbe čl. 502.a-502.h ZPP-a, koje uređuju tužbu za zaštitu kolektivnih prava i interesa stupile su na snagu tek danom ulaska Republike Hrvatske u EU, tj. 1. srpnja 2013.

Tužbom za zaštitu kolektivnih prava i interesa iz ZPP-a mogu se postaviti samo točno određeni tužbeni zahtjevi.¹²⁹⁹ Kada bi ulagatelji i mogli podići takvu tužbu, oni ne bi njome mogli zahtijevati od depozitara naknadu štete koju su pretrpjeli. No ipak utvrđenja do kojih bi se došlo u postupcima pokrenutima temeljem tužbe iz čl. 502.a ZPP-a djelovala bi zbog proširenih subjektivnih granica pravomoćnosti na položaj individualnih ulagatelja.¹³⁰⁰ To znači da bi se ulagatelji pri podizanju pojedinačne tužbe za naknadu štete prema depozitaru mogli pozivati na presudu suda koja je donesena temeljem tužbe za zaštitu kolektivnih prava i interesa iz čl. 502.a ZPP-a.

Općenito vidi Meller-Hannich, C., Kolektivna pravna zaštita u Europi i europska kolektivna pravna zaštita, u Garašić, J. (ur.), Europsko građansko pravo, Zagreb, 2013.

¹²⁹⁸ NN 57/11. Vidi čl. 502.a ZPP-a i dalje. *Lex specialis* oblici zaštite kolektivnih interesa usvojeni su u Zakonu o suzbijanju diskriminacije (NN 85/08, 112/12) u čl. 24. pod naslovom „udružna tužba za zaštitu od diskriminacije“ i u Zakonu o zaštiti potrošača (NN 41/14) u čl. 106. pod naslovom „zaštita kolektivnih interesa potrošača“. Vidi pregledno u Maganić, A., Zaštita kolektivnih interesa i prava potrošača, Zbornik 52. susreta pravnika, Opatija, 2014. Tužba za zaštitu kolektivnih prava i interesa u hrvatskoj se pravnoj literaturi označava kao tip „udružne tužbe“ (pod utjecajem njemačkoga zakonodavstva iz domene potrošačkog prava koji za ovaj tip tužbi koristi termin „*Verbandsklage*“). Oznaka ove tužbe kao udružne tužbe samo donekle odgovara pravnim značajkama tužbe iz čl. 502.a. ZPP-a. Tako Baretić navodi da termin udružna tužba odgovara samo po kriteriju *ratione personae*, i to samo kada tu tužbu zaista i podnosi udruga, a ne neka organizacija, trgovačko društvo, državna tijela i drugi subjekti kojima je temeljem čl. 502.a ZPP-a također dana aktivna legitimacija. Vidi Baretić, M., Individualna i kolektivna zaštita potrošača u hrvatskom pravu, u Tomljenović, V., Čulinović-Herc, E., Butorac Malnar, V. (ur.), Republika Hrvatska na putu prema europskom pravosudnom području, Rijeka, 2009., str. 259. Nadalje, Uzelac navodi i da se udružnu tužbu može smatrati „*podvrstom postupaka u javnom interesu (tzv. actio popularis, tužba u ime naroda)*“, što argumentira jer se udružne tužbe podižu za zaštitu tuđeg interesa, pri čemu se zakonom zaštićeni kolektivni interesi i prava građana mogu u ograničenom opsegu svrstati pod javni interes. Vidi Uzelac, A., Postupak pred sudom, u Šimonović-Einwalter, T. (ur.), Vodič uz Zakon o suzbijanju diskriminacije, Ured za ljudska prava Vlade Republike Hrvatske, Zagreb, 2009., str. 103. O tužbi za zaštitu kolektivnih interesa vidi općenito i u Sessa, Đ., Novela Zakona o parničnom postupku, Pravo u gospodarstvu, Zagreb, 2012.

¹²⁹⁹ Prema čl. 502.b ZPP-a, podnositelj tužbe ima pravo postavljati taksativno propisane tužbene zahtjeve, osim ako što drugo nije predviđeno *lex specialis* pravnim propisima. To su: „1. da se utvrdi da su određenim postupanjem, uključujući i propuštanjem tuženika, povrijeđeni ili ugroženi zakonom zaštićeni kolektivni interesi i prava osoba koje je tužitelj ovlašten štiti, 2. da se zabrani poduzimanje radnji kojima se povređuju ili ugrožavaju interesi ili prava osoba koje je tužitelj ovlašten štiti, uključujući i korištenje određenih ugovornih odredaba ili poslovne prakse, 3. da se tuženiku naloži poduzimanje radnji radi otklanjanja nastupjelih ili mogućih općih štetnih posljedica nedopuštenih postupanja tuženika, uključujući i uspostavu prijašnjeg stanja ili stanja koje će po mogućnosti najviše odgovarati tom stanju ili stanju u kojemu moguća povreda zaštićenih kolektivnih interesa ili prava ne bi mogla nastupiti, 4. da se presuda kojom će biti prihvaćen koji od zahtjeva iz prethodnih točaka ovoga stavka objavi na trošak tuženika u medijima.“

¹³⁰⁰ Vidi čl. 502.c ZPP-a. Vidi također u: Dika, M., Postupak u sporovima za zaštitu kolektivnih interesa i prava, u Novela Zakona o parničnom postupku iz 2011., Zagreb, 2011., str. 60.

Navedene odredbe čine *lex generalis* procesni mehanizam za podizanje tužbe za zaštitu kolektivnih prava i interesa, u okviru čega je izrijekom dana prednost *lex specialis* rješenjima o postupku povodom podizanja ove tužbe ako je takav predviđen drugim zakonima.¹³⁰¹ No, budući da je ZOIFJP nije predvidio postupak za zaštitu kolektivnih interesa i prava ulagatelja, u nastavku će se analizirati mogu li ulagatelji UCITS fondova podignuti tužbu za zaštitu kolektivnih prava i interesa temeljem odredbi ZPP-a protiv depozitara u okviru njihovih prava iz čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a.

Prvo je pitanje imaju li ulagatelji UCITS fonda aktivnu legitimaciju za podizanje tužbe za zaštitu kolektivnih prava i interesa prema ZPP-u. Članak 502.a ZPP-a daje to pravo ovlaštenim subjektima. Kao ovlašteni subjekti navode se udruge, tijela, ustanove ili druge organizacije „koje se u sklopu svoje registrirane ili propisom određene djelatnosti bave zaštitom zakonom utvrđenih kolektivnih interesa i prava građana.“¹³⁰² Iz navedene odredbe jasno proizlazi da tužbu za zaštitu kolektivnih prava i interesa ne mogu podnijeti fizičke osobe.¹³⁰³ To znači da ulagatelji UCITS fonda koji su fizičke osobe, ni u kojem slučaju ne bi imali aktivnu legitimaciju za podizanje ove tužbe. Okolnost da su ulagatelji pravne osobe nije dostatna za priznanje aktivne legitimacije temeljem čl. 502.a ZPP-a, jer je ta ovlast dana udrugama, tijelima ili drugim organizacijama koje se, u okviru svojih djelatnosti, bave zaštitom zakonski utvrđenih kolektivnih interesa i prava građana. Stoga niti jedan ulagatelj (bilo pravna ili fizička osoba) ne bi mogao koristiti pravo na podizanje kolektivne tužbe.

Međutim, valja ispitati bi li ulagatelji mogli osnovati udrugu ili drugu organizaciju kojoj bi se priznala aktivna legitimacija temeljem čl. 502.a ZPP-a. Analizom navedenoga članka, smatramo da bi takva udruga morala zadovoljiti najmanje tri uvjeta. Prvi je uvjet da pri osnivanju kao svoju djelatnost registrira zaštitu kolektivnih interesa i prava građana – odnosno u ovom slučaju ulagatelja.

Drugi je uvjet da udruga može podizati tužbu za zaštitu kolektivnih prava i interesa samo za zakonom utvrđene kolektivne interese i prava građana. Članak 502.a/2 ZPP-a izrijekom propisuje da su to: „interesi koji se tiču čovjekova okoliša i životne sredine, zatim moralni, etnički, potrošački, antidiskriminacijski i drugi interesi, koji su zakonski zajamčeni...“. Dodatni uvjet je i da su ti interesi teže povrijeđeni ili ozbiljno ugroženi štetnim

¹³⁰¹ Čl. 502.a st. 4. ZPP-a.

¹³⁰² Dika navodi da pored udruga i ustanova, u kategoriju „drugih organizacija“ valja tumačiti da tu spadaju i trgovačka društva. Pod „tijela“ spadaju državna tijela, kao i tijela regionalne i lokalne samouprave. Vidi: Dika, M., op. cit. u bilj. 1300., str. 58.

¹³⁰³ Tako i Dika, M., op. cit. u bilj. 1300., str. 58.

radnjama štetnika. Jasno je da interesi ulagatelja nisu posebno prepoznati u dikciji čl. 502.a st. 2. ZPP-a.¹³⁰⁴

U okviru ove rasprave, valja se dotaknuti i pitanja možemo li interese ulagatelja svrstati pod „potrošačke“ interese, s obzirom na to da se u literaturi često male ulagatelje označava kao „potrošače financijskih proizvoda“.¹³⁰⁵ Zaključak o njihovu izjednačavanju ne može se izvesti no unatoč tomu, politika EU zakonodavca kojom se nastoji sve više zaštititi interese ulagatelja UCITS fonda, jasno ide u tom smjeru.¹³⁰⁶ U slučaju spora, pred hrvatskim bi sudovima bilo zaista teško pitanje odrediti mogu li se interesi ulagatelja UCITS fondova svrstati pod potrošačke interese iz čl. 502.a st. 2. ZPP-a, te temeljem toga ostvariti legitimaciju za podizanje tužbe za zaštitu kolektivnih prava i interesa. Stoga smatramo da ako hrvatski zakonodavac želi omogućiti i ulagateljima UCITS fondova da kroz osnovane udruge podižu tužbe za zaštitu kolektivnih prava i interesa, to treba izriekom predvidjeti, te u tom smislu i zasebno priznati zaštitu interesa ulagatelja kao zaštitu kolektivnih interesa i prava koji je uvjet za aktivnu legitimaciju prema čl. 502.a st. 2. ZPP-a.

Treći je uvjet iz čl. 502.a ZPP-a da udruga osnovana radi zaštite interesa ulagatelja mora imati ovlaštenje koje je „posebnim zakonom izriekom predviđeno i uz uvjete predviđene tim zakonom“. ZOIFJP ne sadrži odredbu kojom bi se udruzi ulagatelja dalo ovlaštenje da podiže tužbe za zaštitu kolektivnih prava i interesa ulagatelja iz čl. 502.a ZPP-a. S obzirom da je to izričit uvjet za aktivnu legitimaciju udruga temeljem čl. 502.a ZPP-a, zaključujemo da udruga ulagatelja ne bi imala aktivnu legitimaciju za podizanje tužbe za zaštitu kolektivnih prava i interesa.

Dakle, ulagatelji nemaju aktivnu legitimaciju za podizanje tužbe za zaštitu kolektivnih prava i interesa iz čl. 502.a ZPP-a. Također, to pravo ne bi imala ni udruga ili druga organizacija koju bi ulagatelji eventualno osnovali radi zaštite njihovih interesa. Kako je tužba za zaštitu kolektivnih prava i interesa jedino procesnopravno sredstvo koje sadrži značajke

¹³⁰⁴ Zaštitu interesa ulagatelja u okviru ZOIFJP-a mogli bismo kvalificirati kao zaštitu vlasničkih, odnosno imovinskih prava i interesa ulagatelja u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda. ZOIFJP ne sadrži opću odredbu kojom bi se deklariralo pravo ulagatelja na zaštitu vlasničkih prava, već to proizlazi iz predviđenih mehanizama za zaštitu prava ulagatelja u slučaju kada im je društvo za upravljanje ili depozitar prouzročio štetu (čl. 224. ZOIFJP), iz obveze depozitara da štiti vlasnička prava povezana s pohranjenom zasebnom imovinom UCITS fonda iz čl. 218. st. 3. ZOIFJP-a i drugo. Međutim, kao što je prethodno analizirano, prava ulagatelja u okviru UCITS fonda ne proizlaze iz zasebne imovine UCITS fonda, odnosno ne proizlaze iz vlasničkih prava prema imovini fonda, već iz obveznopravnih odnosa prema društvu za upravljanje i depozitaru. Stoga, čak i kad bi se branio argument da bi se mogla priznati zaštita vlasničkih prava ulagatelja kao zakonski zaštićeni kolektivni interes ulagatelja, to ne bi odgovaralo položaju ulagatelja u UCITS fondovima te izloženom shvaćanju prava ulagatelja za postavljanje tužbenih zahtjeva protiv depozitara temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a. Vidi raspravu u prethodnom poglavlju 4.3.1.2.

¹³⁰⁵ Vidi razmatranja o kvalifikaciji ulagatelja kao potrošača u Uvodu.

¹³⁰⁶ Vidi Moloney, N., op. cit. u bilj. 6., str. 41-42.

kolektivnih tužbenih zahtjeva u Republici Hrvatskoj, valja ispitati postoje li drugi procesni mehanizmi kojima bi ulagatelji mogli postići slične pravne učinke.

Hrvatski ZPP poznaje institut suparničarstva, koji omogućuje da se na aktivnoj strani, tj. kao tužitelji pojavi više osoba.¹³⁰⁷ Mogu li ulagatelji kao suparničari postaviti tužbeni zahtjev prema depozitaru temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a, i kako kvalificirati to suparničarstvo ovisi primarno o prirodi pravnog odnosa između ulagatelja.¹³⁰⁸

Analizirat će se može li se ulagatelje UCITS fonda kvalificirati kao materijalne suparničare kada više ulagatelja postavlja tužbene zahtjeve prema depozitaru, što će ovisiti o tomu tvore li ti ulagatelji UCITS fonda pravnu zajednicu ili prava tih ulagatelja UCITS fonda prema depozitaru, odnosno obveze proistječu iz iste činjenične i pravne osnove.¹³⁰⁹ U slučaju pozitivnog odgovora, više ulagatelja bi bilo ovlašteno jednim tužbenim zahtjevom tražiti naknadu štete od depozitara temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a, te time ostvariti određene pogodnosti, kao što je zajedničko zastupanje, podjela parničnih troškova, sprječavanje donošenja nekonzistentnih sudskih presuda u predmetima koji se temelje na istim pravnim i činjeničnim osnovama i drugo.

Ulagatelji UCITS fonda formalnopravno tvore zajednicu koja proizlazi iz njihova položaja kao suovlaštenika na stvarima, pravima i tražbinama koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini UCITS fonda.¹³¹⁰ Međutim, s obzirom na to da ulagatelji ne mogu postavljati zahtjeve jedan prema drugome glede zasebne imovine UCITS fonda, a što bi mogli ako bi bili podvrgnuti općem režimu koji vrijedi za zajedničko vlasništvo, smatramo da između ulagatelja ne dolazi do zasnivanja pravne zajednice.¹³¹¹ Smatramo da ne dolazi do pravne zajednice između ulagatelja UCITS fonda niti s obveznopravnog aspekta. Svaki ulagatelj UCITS fonda djeluje u svom individualnom interesu, od odluke o ulaganju u određeni UCITS fond do odluke o izlasku iz UCITS fonda (otkup udjela), pa čak i kada bi otkup udjela doveo do likvidacije fonda.¹³¹² Sastav ulagatelja UCITS fonda mijenja se na

¹³⁰⁷ Čl. 196. ZPP-a. Vidi Triva, S., Dika, M., op. cit. u bilj. 481., str. 440.

¹³⁰⁸ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 339.

¹³⁰⁹ Vidi čl. 196. ZPP-a. Kao prvo, više osoba može postaviti jednu tužbu ako su u pogledu predmeta spora u pravnoj zajednici ili ako njihova prava, odnosno obveze proistječu iz iste činjenične i pravne osnove. U ovom slučaju će se raditi, o tzv. materijalnim suparničarima. Kao drugo, ako su predmet spora zahtjevi, odnosno obveze iste vrste koji se temelje na bitno istovrsnoj činjeničnoj i pravnoj osnovi te ako postoji stvarna i mjesna nadležnost istog suda za svaki zahtjev i za svakog tuženika. U tom će se slučaju raditi o tzv. formalnim suparničarima. Kao treće, ako je to drugim zakonom određeno. Vidi Dika, M., op. cit. u bilj. 1257., str. 133 i dalje.

¹³¹⁰ Čl. 88. st. 4. ZOIFJP-a. Vidi više o tomu u poglavlju 2.6.

¹³¹¹ Isti stav je zauzet i u komparativnom njemačkom pravu. Vidi više o tomu u poglavlju 2.6.

¹³¹² Vidi više o tomu u poglavlju 2.6.

dnevnoj osnovi. Stoga smatramo da ulagatelji ni u stvarnopravnom niti u obveznopravnom smislu ne tvore pravnu zajednicu.

Međutim, svi ulagatelji UCITS fonda u istom su pravnom položaju prema depozitaru. Depozitar je dužan obavljati poslove depozitara temeljem iste pravne osnove prema svim ulagateljima, odnosno temeljem zakonskih obveza iz ZOIFJP-a koje se obvezao ispunjavati u ugovoru o obavljanju poslova depozitara sklopljenim s društvom za upravljanje. Kada depozitar povrijedi neku od obveza iz ZOIFJP-a te ulagateljima nastane šteta, u pravilu će se raditi o istoj, tj. jednoj protupravnoj štetnoj radnji depozitara koja će proizvoditi štetu svim ulagateljima. U tom će slučaju prava ulagatelja prema depozitaru na naknadu štete proizlaziti iz iste pravne i činjenične osnove.

Slijedom navedenoga, smatramo da će ulagatelji UCITS fonda u pravilu ispunjavati uvjete za uspostavljanje materijalnog suparničarstva, i to temeljem osnove iz čl. 196. ZPP-a kada prava stranaka proistječu iz iste činjenične i pravne osnove. Drugim riječima, smatramo da će više ulagatelja moći postaviti jedan tužbeni zahtjev za naknadu štete prema depozitaru kao materijalni suparničari. Izniman slučaj, koji je po svom značaju gotovo zanemariv, bio bi da je depozitar svojom radnjom ili propustom prouzročio štetu samo jednom ulagatelju.

Unutar materijalnog suparničarstva ulagatelja UCITS fonda, valja analizirati još i bi li u takvim slučajevima došlo do tzv. jedinstvenog ili nužnog suparničarstva između ulagatelja UCITS fonda. Posljedica kvalifikacije suparničarstva između ulagatelja kao jedinstvenih ili nužnih imala bi značajne posljedice glede učinka procesnih radnji između suparničara. Naime, dok je za suparničare koji nisu niti jedinstveni niti nužni određeno da je svaki suparničar samostalna stranka u parnici gdje njegove radnje ili propusti ne koriste, ali niti ne štete drugim suparničarima,¹³¹³ kod jedinstvenih i nužnih vrijedi suprotno pravilo. Takvi će se suparničari smatrati jednom parničnom strankom, *„tako da se u slučaju ako pojedini suparničari propuste koju parničnu radnju učinak parničnih radnji što su ih poduzeli drugi suparničari proteže i na one koji te radnje nisu poduzeli.“*¹³¹⁴

Smatramo da čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a valja tumačiti na način da ne moraju svi ulagatelji UCITS fonda skupno postaviti zahtjev prema depozitaru, odnosno da se ne radi o nužnim suparničarima.¹³¹⁵ Kao što je prethodno argumentirano,¹³¹⁶ nužno suparničarstvo je na strani tužitelja iznimno rijetko, a zbog specifične situacije investicijskog posla gdje bi se kao

¹³¹³ Vidi čl. 200. ZPP-a.

¹³¹⁴ Vidi čl. 201. ZPP-a.

¹³¹⁵ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 339.

¹³¹⁶ Vidi u poglavlju 4.3.2.2.

tužitelji mogli pojaviti i tzv. bivši ulagatelji, odnosno ulagatelji koji su izašli iz UCITS fonda, zahtjev nužnog suparničarstva bi praktički onemogućio ostvarenje prava ulagatelja iz čl. 224. st. 4. ZOFJP-a, što smatramo neprihvatljivim tumačenjem s aspekta zaštite interesa ulagatelja.

S druge strane, o jedinstvenim suparničarima će se raditi „[a]ko se prema zakonu ili zbog prirode pravnog odnosa spor može riješiti samo na jednak način prema svim suparničarima...”¹³¹⁷ Kada depozitar istom štetnom radnjom prouzroči štetu svim ulagateljima, nije prihvatljivo rješenje da različiti ili isti sudovi temeljem pojedinačnih zahtjeva ulagatelja za naknadu štete donesu različite presude glede utvrđenja je li depozitar počinio određenu protupravnu štetnu radnju temeljem istih činjeničnih i pravnih osnova. Dodatnu opasnost za donošenje sadržajno različitih presuda u predmetima iste činjenične ili pravne osnove predstavlja već i okolnost što stvarno nadležni za rješavanje ovih sporova mogu biti i općinski i trgovački sudovi pa kontrolu zakonitosti tih presuda i ujednačavanje sudske prakse ne osigurava isti drugostupanjski sud.

Ako su ulagatelji pretrpjeli štetu povodom iste protupravne štetne radnje depozitara, smatramo da valja tumačiti da se spor između depozitara i ulagatelja može riješiti samo na jednak način prema svim suparničarima.¹³¹⁸ U tom smislu, smatramo da su ulagatelji UCITS fonda jedinstveni suparničari kada podižu tužbu prema depozitaru temeljem čl. 224 st. 4 ZOIFJP-a,¹³¹⁹ pod uvjetom da u konkretnom slučaju ispunjavaju uvjete za jedinstvene suparničare, odnosno da im je šteta nastala istom radnjom depozitara.

Pri tome valja imati na umu da s obzirom na to da pojedine klase udjela UCITS fonda mogu ulagateljima davati različita prava, da se ovisno o konkretnoj povredi depozitara, kao jedinstveni suparničari tada mogu pojaviti samo ulagatelji određene klase. Primjerice, ako udjeli određene klase daju pravo koje rezultira drugom cijenom udjela, tada se ulagatelji te klase pojavljuju kao jedinstveni suparničari u odnosu na depozitara kada ga tuže zbog povrede obveze kontrole izračuna neto vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda.¹³²⁰ Stoga se,

¹³¹⁷ Vidi čl. 201. ZPP-a.

¹³¹⁸ Da bi se radilo o jedinstvenim suparničarima ključno je da postoji isto činjenično stanje koje je osnova podignute tužbe, a na koje se zatim primjenjuju ista pravna pravila. Tako Dika, M., op. cit. u bilj. 1257., str. 136. Također, Dika u nastavku ističe da je hrvatska sudska praksa sklona priznavati postojanje istovjetnog činjeničnog stanja, iako ono možda i nije u potpunosti isto. Kao primjer, Dika navodi da bi se u slučaju prometne nezgode oštećenima priznala ista činjenična osnova ako bi se radilo o izvanugovornoj šteti, neovisno o tome što bi neki oštećenici potraživali naknadu neimovinske, a neki imovinske štete. Ovakav stav hrvatske sudske prakse svakako ide u prilog shvaćanju da bi se ulagatelji UCITS fonda našli u položaju jedinstvenih suparničara u slučaju kada bi depozitar istom štetnom radnjom prouzročio štetu svim ulagateljima ili ulagateljima određene klase.

¹³¹⁹ Tako i Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., u Čulinović-Herc, E. (ur.), op. cit. u bilj. 277., str. 340.

¹³²⁰ Zabilježen je slučaj pri američkom sudu iz domene odgovornosti iz prospekta u kojemu su se tužitelji podijelili u dvije grupe ovisno o trenutku nastanka štete, odnosno prije ili poslije datuma u kojemu se dogodila

ovisno o povredi depozitara, kao jedinstveni suparničari mogu pojaviti samo ulagatelji određene klase ili pak svi ulagatelji UCITS fonda.

Jedna od ključnih posljedica kvalifikacije ulagatelja UCITS fonda kao jedinstvenih suparničara u slučaju kada im depozitar istom štetnom radnjom nanese štetu jest što bi se i oni ulagatelji koji nisu sudjelovali u parnici protiv depozitara mogli pozivati na donesenu presudu.¹³²¹ Drugim riječima, presuda u parnici u kojoj su sudjelovali samo neki ili samo jedan ulagatelj, imala bi učinke i prema ulagateljima UCITS fonda koji u njoj nisu sudjelovali. Naravno, sve pod uvjetom da oštećeni ulagatelji u konkretnom slučaju ispunjavaju uvjete za jedinstvene suparničare.

Sudjelovanje više osoba u parnici na aktivnoj strani otvara niz procesnih pitanja. Prije svega, postavlja se pitanje treba li obavijestiti druge ulagatelje o tužbi protiv depozitara temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a (posebice kada su ulagatelji u položaju jedinstvenih suparničara) i pozvati ih da se pridruže, i tko će podnijeti teret obavješćavanja drugih ulagatelja.¹³²² Cjeloviti popis ulagatelja neće biti na raspolaganju tužitelju već suprotnoj strani na kojoj se mogu naći i depozitar i društvo za upravljanje. Smatramo da bi najučinkovitiji način obavješćavanja ostalih ulagatelja o pokrenutom parničnom postupku bilo preko javnog registra pri HANFI. Zalažemo se za uvođenje obveze tužitelja - ulagatelja da informaciju o pokrenutom sporu dostavi HANFI, koja bi zatim bila dužna učiniti tu informaciju javnom. Smatramo da bi pri odlučivanju o javnoj objavi informacija da je pokrenut spor u obzir valjalo uzeti i određene okolnosti, kao što je pravo očuvanje ugleda tuženika (depozitara) i drugo.¹³²³ To su samo neka pitanja koja će se pojaviti u praksi, počnu li ulagatelji posezati za tim pravnim sredstvima.

Stoga smatramo da institut suparničastva nije primjereno pravno rješenje za ostvarivanje prava ulagatelja UCITS fonda temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a. Iako suparničarstvo

određena radnja. Vidi Merrill Lynch & Co., Inc. Research Reports Sec. Litig (S.D.N.Y. 2003). O tomu vidi i u Čulinović-Herc, E., u Čulinović-Herc, E. (ur), op. cit. u bilj. 24., str. 145. Međutim, smatramo da u okviru UCITS fondova nema osnove da se tužitelji dijele u grupe ovisno o trenutku nastanka štete, jer svi ulagatelji koji su bili u UCITS fondu u trenutku nastanka štete trpe istu štetu. Za razliku, ulagatelji koji su prije toga izašli (prije nastupa štetne radnje) iz UCITS fonda (otkup udjela) jasno ne bi ni bili tužitelji jer nisu pretrpjeli štetu. Ulagatelji koji su se pak pridružili UCITS fondu nakon nastanka štete, oštećeni su u istom obimu kao i ulagatelji koji su već neko vrijeme u UCITS fondu, a što je posljedica toga da se cijena udjela mijenja ovisno o neto vrijednosti imovine UCITS fonda. Drugim riječima, smanjenje vrijednosti imovine jednako djeluje na sve ulagatelje (ili na pojedinu klasu ulagatelja) neovisno o trenutku nastanka štete. Stvarna šteta se izražava u razlici cijene udjela kakva je nakon štetne radnje od kakve bi bila da štetna radnja nije počinjena.

¹³²¹ Tako za jedinstvene suparničare vidi Triva, S., Dika, M., op. cit. u bilj. 481., str. 652.

¹³²² O potrebi obavješćavanja o parnici onih jedinstvenih suparničara koji ne sudjeluju u parnici također vidi Dika, M., op. cit. u bilj. 1257., str. 163.

¹³²³ O kriterijima koje bi valjalo uzeti u obzir pri propisivanju obvezujuće ili neobvezujuće javne objave o pokrenutom sporu vidi indikativno u čl. 11. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite, o kojoj je više rečeno u nastavku.

omogućava da se na strani tužitelja pojavljuje više osoba ono nije mehanizam rješavanja kolektivnih tužbenih zahtjeva u pravom smislu.

Pitanje kolektivnih tužbi aktualno je pitanje i na razini EU-a, primarno u domeni zaštite potrošača.¹³²⁴ Međutim, Europska komisija je u svojoj Preporuci o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite iz 2013. godine,¹³²⁵ napravila iskorak prema cilju usklađivanja dostupnih kolektivnih oblika pravne zaštite¹³²⁶ i u područjima izvan zaštite potrošača. Svrha Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite jest preporučiti svim državama članicama uspostavu kolektivnih oblika pravne zaštite na horizontalnoj razini, a koji bi slijedili ista osnovna načela, pri tome uvažavajući pravnu tradiciju država članica.¹³²⁷ Kao cilj se izrijeком spominje i usvajanje kolektivnih oblika pravne zaštite i u području prava

¹³²⁴ Razvoj procesnopravnih kolektivnih oblika zaštite na razini EU-a počeo je u domeni potrošača. Vidi EU Consumer Policy Strategy 2007-2013, COM (2007) 99 final, 13.3.2007., Brussels, str. 11. Nakon sklapanja Lisabonskog sporazuma, EU Komisija provela je više studija o postojećim modelima i mogućnosti unaprijeđenja kolektivnih oblika naknade štete za potrošače, koje su dostupne na internet stranicama Europske komisije, Collective Redress, http://ec.europa.eu/consumers/redress_cons/collective_redress_en.htm (13. 5. 2014.). To je rezultiralo donošenjem Directive 2013/11/EU of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 on alternative dispute resolution for consumer disputes and amending Regulation (EC) No 2006/2004 and Directive 2009/22/EC (Directive on consumer ADR), SL L 165, 18.06.2013, str. 63–79.

¹³²⁵ Commission Recommendation of 11 June 2013 on common principles for injunctive and compensatory collective redress mechanisms in the Member States concerning violations of rights granted under Union Law, SL L 201, 26.07.2013, str. 60–65 (dalje u tekstu: Preporuka o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite). Prije toga vidi rezoluciju Europskog parlamenta: European Parliament resolution of 2 February 2012 on 'Towards a Coherent European Approach to Collective Redress' (2011/2089(INI)), OJ C 239E, 20.09.2013., str. 32–39. Europski parlament se u t. 15. založio da *"for any proposal in the field of collective redress to take the form of a horizontal framework including a common set of principles providing uniform access to justice via collective redress within the EU and specifically but not exclusively dealing with the infringement of consumers' rights"*. Time se otvorio put na EU razini za usvajanje kolektivnih oblika pravne zaštite i za druga područja prava, pored zaštite potrošača.

¹³²⁶ Pri tomu se kolektivni oblici pravne zaštite (collective redress), u čl. 3. (a) Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite definiraju kao: *"a legal mechanism that ensures a possibility to claim compensation collectively by two or more natural or legal persons claiming to have been harmed in a mass harm situation or by an entity entitled to bring a representative action (compensatory collective redress)"*. Pored kolektivnih oblika pravne zaštite za naknadu štete, Europska komisija u istom članku usvaja I, tzv. *injunctive collective redress*, gdje se radi pravnom sredstvu kojim se omogućava postavljenje tužbenih zahtjeva za prestanak poduzimanja protupravnih štetnih radnji od dviju ili više fizičkih ili pravnih osoba. Unatoč njenom značaju, s obzirom na to da je cilj Europske komisije bio donošenje obvezujućeg mehanizma kolektivnog oblika pravne zaštite, donošenje tek neobvezujućih preporuka za ujednačavanje osnovnih načela glede kolektivnih pravnih oblika pravne zaštite, smatra se kompromisom i svojevrsnim neuspjehom Europske komisije. Tako Stadler, A., Developments in Collective Redress: What's New in the „New German KapMug“, European Business Law Review, 24 (6), 2013., str. 732.

¹³²⁷ Vidi Preambulu br. 10. i čl. 2. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite.

financijskih usluga i zaštite ulagatelja.¹³²⁸ Usvojene preporuke, odnosno načela za kolektivnu pravnu zaštitu primjenjiva su jednako i na sudsku i izvansudsku pravnu zaštitu.¹³²⁹

U širem smislu, cilj usvajanja horizontalnih kolektivnih oblika pravne zaštite na razini EU-a jest omogućavanje pristupa oštećenika sudskoj zaštiti u slučajevima kada bi zbog visokih sudskih troškova to pravo u praksi bilo onemogućeno.¹³³⁰

S obzirom na to da se problem visokih sudskih troškova pojavljuje i kao problem za ulagatelje UCITS fondova, rješenja iz Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite smatramo važnom smjernicom za *de lege ferenda* poboljšavanje procesnog položaja ulagatelja UCITS fonda kada više ulagatelja postavljaju tužbeni zahtjev protiv depozitara temeljem čl. 224 st. 4 ZOIFJP-a ili protiv društva za upravljanje temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a.

U nastavku će se analizirati neke od usvojenih preporuka.

Kao prvo, Europska komisija zalaže se za usvajanje modela u kojemu bi kolektivne tužbene zahtjeve oštećenika - tužitelja postavljalo tijelo (*representative entity*) koje ispunjava određene uvjete,¹³³¹ a ne privatni pojedinci – oštećenici.¹³³² Europska komisija označava

¹³²⁸ Vidi preambulu br. 7. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite u kojoj su kao područja prava za koja je prepoznata posebna potreba za usvajanje oblika kolektivne pravne zaštite: zaštita potrošača, tržišno natjecanje, zaštita okoliša, zaštita osobnih podataka, pravo financijskih usluga i zaštita ulagatelja. Međutim, Preporuka o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite svojim opsegom nije ograničena samo na navedena područja. Tako se u istoj Preambuli izrijekom navodi: „*The principles set out in this Recommendation should be applied horizontally and equally in those areas but also in any other areas where collective claims for injunctions or damages in respect of violations of the rights granted under Union law would be relevant.*“

¹³²⁹ Vidi Preambulu br. 13. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite.

¹³³⁰ Vidi Preambulu br. 9. i čl. 1. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite. Iako se radi i ekonomskoj strani sudskih postupaka, pravna zaštita oštećenika putem kolektivnih oblika pravne zaštite kao jednu od najvećih prednosti ima upravo zajedničko snošenje parničnih troškova. Vidi analizu u Bergh, Van den R., Keske, S., Rechtsökonomische Aspekte der Sammelklage, u Casper, M., Janssen, A., Pohlmann, P., Schulze, R. (ur.), *Auf dem Weg zu einer europäischen Sammelklage*, München, 2009.

¹³³¹ Vidi čl. 4. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite. Tako bi države članice trebale odrediti reprezentativnu organizaciju, odnosno tijelo koje je, sukladno jasno određenim pravilima, ovlašteno podnijeti reprezentativnu tužbu. Kumulativni uvjeti koje takvo reprezentativno tijelo najmanje mora ispunjavati su: mora biti neprofitnog karaktera, zatim treba postojati izravna poveznica između glavnih ciljeva te organizacije/tijela i prava uspostavljenih pravom EU-a za koja se tvrdi da su povrijeđena i zbog čega se tužba i podnosi, te da ta organizacija/tijelo treba imati dovoljno financijskih i ljudskih sredstava, te pravnih stručnjaka da predstavlja više tužitelja u njihovom najboljem interesu. Prema čl. 6., države članice bi trebale osigurati da reprezentativne tužbe može podnijeti samo organizacija/tijelo koje je unaprijed bilo službeno ovlašteno ili organizacija/tijelo koje je ovlašteno na *ad hoc* osnovi nadležnog državnog tijela ili suda za podnošenje točno određene reprezentativne tužbe. Prema čl. 7., države članice bi trebale, kao dodatnu mogućnost ili kao alternativu u odnosu na čl. 4., ovlastiti javno tijelo na podnošenje reprezentativnih tužbi. Primjer za ovlašteno javno tijelo koje bi podnosilo reprezentativnu tužbu jest institut *ombudsmana*. Vidi Hodges, C., *The Reform of Class and Representative Actions in European Legal Systems, A New Framework for Collective Redress in Europe*, Oxford, 2008., str. 228.

¹³³² Smatramo da *prima facie* ovakav stav EU zakonodavca iznenađuje, s obzirom na to da se u tim slučajevima za naknadu štete primarno radi o privatnim interesima pojedinaca. No, analizom nedostataka modela u kojima bi pojedinci udruženo mogli postavljati pojedinačne tužbene zahtjeve, stav EU zakonodavca postaje razumljivijim. Najvećim se nedostatkom ističu viši sudski troškovi modela u kojima bi pojedinci postavljali kolektivne tužbene zahtjeve, i gdje bi sami sebe zastupali, osobno ili putem jednog ili više odvjetnika. Pod troškovima se primarno

preporučeni tip kolektivne pravne zaštite kao reprezentativne tužbe (*representative action*).¹³³³ Međutim, s obzirom na razne kolektivne oblike pravne zaštite koji postoje u državama članicama, te ne uvijek jasne kategorizacije tih pravnih mehanizama što je posljedica raznih pravnih tradicija država članica ali i nekonzistentnih korištenja istih naziva za u biti različite mehanizme kolektivne pravne zaštite,¹³³⁴ suzdržat ćemo se od kategorizacije preporučenog procesnog mehanizma.¹³³⁵ U svakom slučaju, iz Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite jasno je da se oštećenici smatraju tužiteljima koji tvore, tzv. *claimant party* (izbjegava se termin grupa, iako oštećeni *de facto* čine grupu), ali nisu ovlašteni zastupati sami sebe (osobno ili putem odvjetnika), već ih može zastupati samo ovlašteno tijelo (*representative entity*).

misli na troškove odvjetnika koji bi zastupali oštećenike, bilo da isti odvjetnik zastupa sve oštećenike ili više odvjetnika zastupa pojedince, određene skupine unutar grupe i drugo. Kao primjer svakako se mogu navesti američki odvjetnici i profiti koje zarađuju pri vođenju *class actions*. Kao nedostatak se navodi i duže vrijeme trajanja takvih parnica (usporedba s američkim *class action* sustavima). Vidi više u Hodges, C., op. cit. u bilj. 1331., str. 226 i dalje. Oba argumenta vode mogućnosti zlorabe kolektivnih oblika pravne zaštite, u okviru čega bi najveću korist snosili ne oštećenici, već njihovi zastupnici, tj. odvjetnici. Tužitelji bi se, s druge strane, našli u dosta lošijem položaju o čemu govori i činjenica iz američkog iskustva da se veliki broj *class actions* parnica završava nagodbom jer se tužitelj boje prevelikih naknada štete, posebice kroz, tzv. *punitive damages*.

¹³³³ U literaturi se smatra da se kolektivna pravna zaštita koja se temelji na reprezentativnim tužbama često određuje za ostvarivanje „šireg javnog, društvenog interesa“. Tako Király, L., Stojčević, P., Višestranačke tužbe i pravna pomoć, u Župan, M. (ur.), Pravni aspekti prekogranične suradnje i EU integracija: Mađarska-Hrvatska, Pečuh-Osijek, 2011., str. 283. Analizu reprezentativnih tužbi koje su usvojile države članice EU-a vidi u provedenoj studiji iz 2008. godine: Civic Consulting (Lead) and Oxford Economics, Evaluation of the effectiveness and efficiency of collective redress mechanisms in the European Union, Final Report, http://ec.europa.eu/consumers/redress_cons/finalreportevaluationstudypart1-final2008-11-26.pdf (14. svibnja 2014.). Na str. 7 navodi se određenje reprezentativnih tužbi: „*Representative actions are actions in which the representative obtains a judgment that the representative can enforce (which is the main difference to all forms of group action, where after a decision in favour of the group all members of the group have the right to enforce their rights separately). Distinguished are a) traditional representative actions in which the representative can bring the action on behalf of consumers who will receive the damages themselves and b) collective representative actions in which the representative receives the damages. Representative actions are available in Austria, Bulgaria, France, Germany, Greece, and the United Kingdom.*“

¹³³⁴ U provedenoj studiji o oblicima kolektivne pravne zaštite u državama članicama EU-a, zaključeno je doslovce da svaka država članica ima jedinstven sustav kolektivne pravne zaštite. Tek temeljem određenih sličnosti, moguća je vrlo općenita klasifikacija. Većina država članica ima usvojen neki oblik grupne ili reprezentativne kolektivne tužbe. Kao glavnu razliku navodi se što kod reprezentativne tužbe, reprezentativno tijelo može tražiti izvršenje presude. Smatramo da EU zakonodavac u Preporuci za kolektivnu pravnu zaštitu koristi termin reprezentativna tužba jer je ona zaista vrlo primjerena kada reprezentativno tijelo traži zabranu poduzimanja protupravnih štetnih radnji (*injunctive collective redress*). Međutim, upitna je njezina primjena u slučaju kada se traži naknada štete od štetnika, odnosno bi li reprezentativno tijelo moglo tražiti da se naknadi šteta oštećenima. O zaključcima iz komparativne analize kolektivnih oblika pravne zaštite u državama članicama vidi u: Maciejewski, M., Overview of existing collective redress schemes in EU Member States, European Parliament, Brussels, 2011., <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201107/20110715ATT24242/20110715ATT24242EN.pdf> (16. svibnja 2014.), str. 38 i dalje.

¹³³⁵ O oblicima kolektivnih oblika pravne zaštite vidi općenito u Čulinović-Herc, E., Braut, M., Recent developments in judicial settlement of disputes involving mass shareholder claims towards listed companies: global, European and Croatian perspective, u Kandžija, V., Kumar, A. (ur.), Economic integrations, competition and cooperation, Rijeka, 2010.

Kao drugo, izrijeком se preporuča usvajanje, tzv. „*opt-in*“ načela,¹³³⁶ tj. načela prema kojemu kolektivni tužbeni zahtjev postavljaju samo subjekti koji su izrijeком pristali biti na strani tužitelja, tj. tvore, tzv. *claimant party*.¹³³⁷ Tužitelji - oštećenici mogu ulaziti i izlaziti iz sastava *claimant party* sve do okončanja postupka (donošenjem pravomoćne presude, nagodbe i drugo).¹³³⁸ Tuženik bi trebao biti obaviješten o sastavu grupe koja je na aktivnoj strani - *claimant party*, kao i o svakoj promjeni u sastavu.¹³³⁹

Kao treće, iznimno se važnim naglašava sprječavanje zlorabe kolektivnih oblika pravne zaštite,¹³⁴⁰ te se u tom smislu izrijeком predviđa da naknada ostvarena temeljem kolektivnih oblika pravne zaštite ne bi smjela biti veća od one koju bi pojedinac mogao ostvariti vođenjem pojedinačnog tužbenog zahtjeva. U tom smislu, preporuka je zabraniti uvođenje, tzv. *punitive damages* za kolektivne oblike pravne zaštite koje mogu dovesti do „prekomjernih“ naknada šteta (*overcompensation*) u korist tužitelja (*claimant party*).¹³⁴¹ Glede odvjetničkih naknada, preporuča se izbjegavanje sustava naknade ovisno o uspjehu u

¹³³⁶ Tako čl. 21. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite izrijeком predviđa „*The claimant party should be formed on the basis of express consent of the natural or legal persons claiming to have been harmed ('opt-in' principle). Any exception to this principle, by law or by court order, should be duly justified by reasons of sound administration of justice.*“

¹³³⁷ Time se želi jasno distancirati od američkog tipa, tzv. *class actions* koji se temelje na „*opt-out*“ načelu. Međutim, unatoč iskazanom strahu EU zakonodavca da *opt-out* sustav kolektivnih tužbenih zahtjeva otvara put raznim zlorabama, primarno povezanim s povećanim troškovima takvih postupka koje su potaknuli zastupnici oštećenika, tj. odvjetnici, u pravnoj se literaturi nailazi i na suprotna stajališta. Tako Werlauf argumentira da je *opt-in* sustav i dalje bolji kada se radi o relativno manjoj grupi oštećenika i kada je relativno jednostavno pronaći i komunicirati s oštećenicima. Kao primjere navodi odštetne zahtjeve u slučaju avionskih nesreća, grupnih putovanja, industrijskih nesreća i drugo. Međutim, glavna prednost *opt-out* sustava je obuhvaćanje više tužitelja, posebice ako se radi o nepovezanoj skupini pojedinaca. Time se ujedno pruža veća sigurnost oštećenicima da će biti obuhvaćeni u pokrenutom postupku, a posebice ako se radi o pojedincima bez stručnih znanja, kao što su upravo skupina koju se najviše nastoji zaštititi na razini EU-a – potrošači. Vidi Werlauf, E., *Class Action and Class Settlement in a European Perspective*, *European Business Law Review*, 24 (2), 2013., str. 176 i dalje. Također, vidi i Mulheran, R., *Case for an Opt-Out class action for European Member States: A Legal and Empirical Analysis*, *Columbia Journal of European Law*, 15(3), 2009., str. 427 i dalje.

¹³³⁸ Čl. 22.-23. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite.

¹³³⁹ Čl. 24. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite.

¹³⁴⁰ Vidi čl. 1. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite. Preambula br. 15. predviđa: „*In order to avoid the development of an abusive litigation culture in mass harm situations, the national collective redress mechanisms should contain the fundamental safeguards identified in this Recommendation. Elements such as punitive damages, intrusive pre-trial discovery procedures and jury awards, most of which are foreign to the legal traditions of most Member States, should be avoided as a general rule.*“

¹³⁴¹ Čl. 31. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite. Valja imati na umu da su *punitive damages* dopuštene u nekim državama članicama, kao što su Francuska i Velika Britanija (*exemplary damages*). Smatramo da ovu preporuku Europske komisije ne treba tumačiti kao preporuku da se ukinu *punitive damages* općenito, već se tom preporukom ukazuje na problem prekomjernih naknada šteta u američkoj pravnoj praksi povodom *class actions*. Međutim, kako bi tu preporuku trebale tumačiti države članice koje priznaju *punitive damages* nije jasno. U svakom slučaju, jasna je namjera Europske komisije da tužitelji-oštećenici ne bi smjeli biti dovedeni u bolji položaj u smislu ostvarivanja viših naknada štete zbog činjenice da su tužbene zahtjeve postavili u obliku kolektivnih procesnih mehanizama.

sporu (*contingency fees*), a koje bi mogle potaknuti odvjetnike na prekomjerno poticanje korištenja kolektivnih oblika pravne zaštite.¹³⁴²

Kao četvrto, preporuča se usvajanje prava oštećenika na javnu objavu informacija o pokrenutim kolektivnim tužbama i prije no što je sud donio presudu,¹³⁴³ uz uvažavanje određenih iznimki,¹³⁴⁴ posebice na području tržišta kapitala.¹³⁴⁵ S obzirom na to da se Europska komisija zalaže za *opt-in* sustav kolektivne pravne zaštite, smisao ove preporuke vidimo u omogućavanju potencijalnih oštećenika da se pridruže postupku do njegova okončanja. U tom smislu, preporuka je i da države članice osnuju nacionalne registre za kolektivne oblike pravne zaštite, a čiji bi podatci trebali biti besplatno dostupni bilo kojoj zainteresiranoj osobi.¹³⁴⁶

Kao peto, preporučaju se neka osnovna pravila glede snošenja troškova pri uspostavi kolektivnih mehanizama pravne zaštite, a sve kako bi se spriječila zloraba korištenja prava na kolektivnu pravnu zaštitu. Jedna je od preporuka i uvođenje, tzv. *loser pays principle*,¹³⁴⁷ odnosno načela prema kojemu troškove kolektivnih tužbi snosi stranka koja izgubi spor. Također, ističe se preporuka da tužitelj mora odmah pri početku sudskog postupka (na prvome ročištu) otkriti izvor novčanih sredstava kojima namjerava pokriti parnične troškove tog postupka, kako bi se izbjegli mogući sukobi interesa između samih oštećenika, ali i spriječili utjecaji mogućih trećih osoba kojima je primjerice u interesu da spor završi nagodbom i drugo.¹³⁴⁸

Međutim, preporuke Europske komisije po svojem su karakteru neobvezujuće prirode. Članak 38. Preporuke zahtijeva od država članica da osigura njihovu implementaciju u sustav kolektivne zaštite zaključno do 26. srpnja 2015. To se odnosi i na Republiku Hrvatsku. U okviru četiri godine od publikacije preporuke, Europska će komisija razmotriti je li potrebna

¹³⁴² Čl. 29.-30. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite.

¹³⁴³ Čl. 10. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite. Države članice trebale bi osigurati da je reprezentativnoj organizaciji/tijelu ili grupi tužitelja moguće javno raširiti (*dissemination*), tj. objaviti informacije o utuženju povrede prava zajamčenih pravom EU-a, kao i o namjeri pokretanja kolektivnih tužbenih zahtjeva. Istu mogućnost širenja informacija trebalo bi osigurati i tijekom postupka.

¹³⁴⁴ Prema čl. 11. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite, pri davanju prava na javnu objavu informacije o pokrenutim tužbenim zahtjevima, valja uzeti u obzir okolnosti slučaja nastale kolektivne štete, slobode izražavanja, prava na informaciju, te prava na zaštitu ugleda ili vrijednosti društva – tuženika prije no što je pravomoćnom sudskom odlukom uspostavljena njegova odgovornost.

¹³⁴⁵ Tako čl. 12. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite predviđa: „*The dissemination methods are without prejudice to the Union rules on insider dealing and market manipulation.*“

¹³⁴⁶ Vidi čl. 35.-37. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite.

¹³⁴⁷ Vidi čl. 13. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite.

¹³⁴⁸ Vidi čl. 14.-16. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite.

neka druga akcija, što uključuje i zakonodavne mjere ako su potrebne, kako bi se osiguralo ostvarenje ciljeva ove Preporuke.¹³⁴⁹

Dakle, iako Preporuka o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite jasno govori o potrebi i namjeri EU zakonodavca k uvođenju horizontalnih kolektivnih oblika pravne zaštite, ne može se reći da je ovim pravnim aktom to i postignuto.¹³⁵⁰ Pred EU zakonodavcem predstoji još daleki put do usvajanja odgovarajućeg procesnog mehanizma kolektivne pravne zaštite koji bi imao horizontalnu primjenu, odnosno u svim područjima prava. To bi bilo od iznimne važnosti za područje tržišta kapitala, odnosno za ulagatelje UCITS fonda koji bi imali na raspolaganju tu mogućnost ako bi pokretali postupke radi ostvarenja svojih prava prema depozitaru ili društvu za upravljanje.

Stoga u području zaštite ulagatelja na tržištu kapitala, a što svakako uključuje i zaštitu ulagatelja UCITS fondova, možemo zaključiti da će mogućnost pristupanju kolektivnim oblicima pravne zaštite ovisiti o nacionalnim pravima država članica.

U tom smislu ističemo rješenje njemačkoga prava u kojem se posebnim zakonom (KapMuG),¹³⁵¹ omogućila kolektivna pravna zaštita ulagateljima na tržištu kapitala. Radi se, o tzv. model postupku (*Musterverfahrens*).¹³⁵² Prema KapMuG-u, osnovni uvjet da bi se *Musterverfahrens* postupak uopće mogao pokrenuti, jest da je minimalno deset oštećenika/ulagatelja pokrenulo pojedinačni postupak te da su se prijavili za vođenje *Musterverfahrens* postupka.¹³⁵³ Viši regionalni sud (*Oberlandesgericht*) donosi presudu (*Musterentscheid*) u okviru, tzv. *Musterverfahrens* postupka.¹³⁵⁴ Na temelju donesene presude *Oberlandesgerichta*, sudovi pred kojima su pokrenuti pojedinačni postupci ulagatelja (*Prozessgerichte*) donijet će presudu u svakom pojedinom slučaju, pri čemu su obvezni

¹³⁴⁹ Vidi Preambulu br. 26. i čl. 41. Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite.

¹³⁵⁰ Tako i Stadler, A., op. cit. u bilj. 1326., str. 733.

¹³⁵¹ Prvi *Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz* (dalje u tekstu KapMuG) (*Gesetz zur Einführung von Kapitalanleger-Musterverfahren vom 16. 08. 2005, BGBl. I 2005, 2437.*), donesen je 2005. godine, dok je drugi KapMuG koji je trenutačno na snazi (*Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz vom 19. Oktober 2012 (BGBl. I S. 2182)*), donesen krajem 2012. godine. Međutim, iako se radi o instrumentu kolektivne pravne zaštite, prema KapMuG-u i dalje svaki od oštećenih tužitelja ostaje pojedinačni tužitelj (*Zwei-Parteien-Prozess*). Vidi u: Hopt, K. J., Voigt, H.-C., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung*, Tübingen, 2005., str. 99; Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbühren, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 2. Također vidi općenito o KapMuG-u u Hanisch, B., *Das Kapitalanleger – Musterverfahrensgesetz (KapMuG), Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz und die class action im Rechtsvergleich Anwendungsfragen und Rechtsdogmatik*, Berlin, 2010.; Schilling, A., *Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz und die class action im Rechtsvergleich*, Hamburg, 2010.

¹³⁵² Pregledno ukratko o tijeku postupka vidi Stadler, A., op. cit. u bilj. 1326., str. 735 i dalje. Također, vidi Haar, B., *Investor protection through model case procedures – implementing collective goals and individual rights under the 2012 amendment of the German Capital Markets Model Case Act (KapMuG)*, Center for Financial Studies Working Paper Series, No. 2013/21, str. 17 i dalje.

¹³⁵³ § 4. st. 2. KapMuG.

¹³⁵⁴ § 16. KapMuG.

primijeniti presudu *Oberlandesgerichta* donesenu u okviru, tzv. *Musterverfahrens* postupka.¹³⁵⁵

Iako donošenje KapMuG-a predstavlja napredak u smislu zaštite ulagatelja na tržištu kapitala, rješenje njemačkoga zakonodavca ne smatra se idealnim procesnim rješenjem za oštećene ulagatelje. Glavna je kritika što je cijeli postupak ograničen samo na tužitelje koji su podnijeli pojedinačne tužbene zahtjeve prije no što je započet model postupak, bez mogućnosti da se naknadno u postupak priključe drugi oštećenici koji su temeljem iste osnove također pretrpjeli štetu.¹³⁵⁶ Uz to, ulagatelji odlučuju hoće li postavljati pojedinačne tužbene zahtjeve, no hoće li se zadovoljiti uvjeti za pokretanje model postupka odlučuje sud, a ne tužitelji. Zbog toga se smatra da rješenje njemačkoga zakonodavca ne spada niti pod *opt-in* niti pod *opt-out* sustave kolektive pravne zaštite, već se u literaturi koristi izraz *no-option* sustav kolektivne pravne zaštite.¹³⁵⁷

Također, KapMuG se kritizira i zbog visokih parničnih troškova koje pojedini tužitelji i dalje mora snositi. Naime, tužitelji u vrijeme podizanja tužbe još niti ne znaju hoće li se pokrenuti model postupak, a kada se i donese presuda u model postupku, tada svaki tužitelj mora i dalje snositi troškove nastavka svog pojedinačnog parničnog postupka.¹³⁵⁸ Takva je situacija zasigurno demotivirajuća za one ulagatelje koji nisu pretrpjeli visoku štetu ili kojima troškovi takvih parničnih troškova nisu prihvatljivi.

Iz aspekta zaštite ulagatelja njemačkih UCITS fondova, KapMuG ima tek ograničenu primjenu. Njegova primjena obuhvaća parnice u kojima se naknada štete zahtijeva zbog

¹³⁵⁵ § 22. st. 1. KapMuG.

¹³⁵⁶ Stoga u biti uspjeh KapMuG-a u odnosu na određenu „*mass harm*“ situaciju ovisi o tome koliko je ulagatelja iniciralo i preuzelo rizik postavljanjem pojedinačnih tužbenih zahtjeva prije no što je model postupak započeo. Ovaj je argument posebno jak u slučajevima kada oštećeni ulagatelji nisu imali velike štete, pa stoga nisu ni dovoljno motivirani da se upuštaju u parnice s neizvjesnim ishodom, a gotovo sigurno opterećene visokim sudskim troškovima. Unatoč navedenim kritikama, njemački je zakonodavac pri usvajanju novog KapMuG-a iz 2012. godine, zadržao isti koncept uz tek određena poboljšanja. Pri tome je izrijeком odbio integrirati KapMuG-a u *lex generalis* građansko postupovno pravo. U odnosu na glavni prigovor prema KapMuG-u iz 2005. godine da se model postupku ne mogu pridružiti novi tužitelji-oštećenici, njemački je zakonodavac ipak usvojio određene korektivne mjere. Tako se prema § 10. st. 2. KapMuG-a, dopušta „pridruživanje“ novih tužitelja, iako s ograničenim učincima. Pridruživanje je valjano jedino pod uvjetom da je to učinjeno pismenom obavješću *Oberlandesgerichtu* u roku od 6 mjeseci od javne objave da je model postupak započet. Međutim, to nema učinak koji bi se *prima facie* očekivao. Presuda donesena u model postupku i dalje će se primjenjivati samo na tužitelje koji su postavili tužbene zahtjeve prije no što je model postupak započeo. Za oštećenike koji su se notifikacijom pridružili naknadno, pogodnost se sastoji u tome da im za vrijeme trajanja model postupka neće teći zastara za ostvarivanje njihovih prava. To znači da nakon što se donese presuda u model postupku, tako registrirani oštećenici mogu postavljati pojedinačne tužbene zahtjeve bez rizika da su u međuvremenu pali u zastaru. Iako takva mjera ima smisla u slučajevima kada model postupak traje duže vrijeme (kao što je primjer za Deutsche Telekom slučaj koji je započeo 2005., a 2013. godine se još uvijek postupalo po žalbi), ovakvo rješenje njemačkoga zakonodavca značajno se razlikuje od pravih grupnih tužbi, ali i opisanih Preporuka o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite. Vidi u: Stadler, A., op. cit. u bilj. 1326., str. 737 i dalje.

¹³⁵⁷ Tako i Feess, E., Halfmeier, A., op. cit. u bilj. 1297., str. 366.

¹³⁵⁸ Tako i vidi Haar, B., op. cit. u bilj. 1352., str. 23; Feess, E., Halfmeier, A., op. cit. u bilj. 1297., str. 376.

odgovornosti iz prospekta, za povrede investicijskih savjetnika, ako su ulagatelje savjetovali koristeći lažne ili zavaravajuće informacije, ili ako su propustili obavijestiti ulagatelje da je određena informacija lažna ili zavaravajuća.¹³⁵⁹ Za povrede iz prospekta UCITS fondova odgovara društvo za upravljanje ili osoba koja je ulagateljima nudila udjele temeljem takvih prospekata u svoje ime.¹³⁶⁰ To znači da bi primjena KapMuG-a u slučaju povrede depozitara dolazila samo u ograničenim slučajevima, tj. kada depozitar kao kreditna institucija ujedno nudi udjele tog UCITS fonda u svoje ime ili ako istodobno pruža i usluge investicijskog savjetovanja. Ulagatelji UCITS fonda se ne bi mogli pozvati na odgovornost depozitara zbog povrede poslova depozitara temeljem model postupka jer ta osnova nije u polju primjene KapMuG-a. S druge strane, ako bi ulagatelji UCITS fonda tužili društvo za upravljanje to bi bilo moguće učiniti kroz model postupak jer KapMuG izrijeком predviđa u polju primjene odgovornost iz prospekta i iz ugovora sklopljenih temeljem prospekta (što svakako uključuje i ugovor o ulaganju). Međutim, ako bi se i proveo model postupak, to bi i dalje ostali pojedinačni slučajevi, što znači da donesena presuda neće djelovati prema svim ulagateljima fonda, već samo prema onima koji su postavili pojedinačne tužbene zahtjeve. Time se također ne rješava problem visokih parničnih troškova koje i dalje moraju snositi pojedinačni ulagatelji koji su pokrenuli parnične postupke. Navedeni argumenti čini rješenje iz KapMuG-a neučinkovitim i nezadovoljavajućim, te je upitno koliko mogu poslužiti kao uzor drugim zakonodavcima u poboljšavanju procesnih položaja ulagatelja UCITS fondova.

Za usporedbu s rješenjem hrvatskoga zakonodavca o tužbi za zaštitu kolektivnih interesa i prava iz čl. 502.a ZPP-a, kada bi se *de lege ferenda*, ovaj procesni mehanizam učinio dostupnim i ulagateljima UCITS fonda kroz osnovane udruge i druge organizacije, smatramo da bi oštećenici uživali znatno višu zaštitu od one opisane u njemačkom modelu KapMuG-a. Naime, ulagatelji ne bi trebali pokretati pojedinačne parnične postupke da bi oni rezultirali tužbom iz čl. 502.a ZPP-a, već bi tu tužbu mogla podići udruga ili druga organizacija osnovana radi zaštite interesa ulagatelja. Nakon što bi presuda temeljem tužbe iz čl. 502.a ZPP-a postala pravomoćna, ulagatelji bi se mogli prema čl. 502.c ZPP-a u posebnim odštetnim parnicama pozvati na pravno utvrđenje u toj presudi. Međutim, analizom čl. 502.c ZPP-a, proizlazi da oštećenici nisu vezani presudom suda temeljem tužbe za zaštitu kolektivnih prava i interesa. Oštećenici se „mogu“, ali ne moraju pozivati na donesenu presudu. Sudovi pred kojima su pokrenute pojedinačne odštetne parnice bit će vezani

¹³⁵⁹ Vidi § 1. st. 1. t. 2. KapMuG.

¹³⁶⁰ Vidi § 306. st. 1. KAGB.

presudom suda povodom tužbe iz čl. 502.a ZPP-a, ali samo ako se tužitelji na nju pozovu.¹³⁶¹ To znači da ako pojedinačni ulagatelji ne bi bili zadovoljni s ishodom parnice povodom tužbe za zaštitu kolektivnih interesa i prava, oni bi mogli i dalje zahtijevati naknadu štete od depozitara u zasebnoj parnici. Možemo zaključiti da bi model hrvatskoga zakonodavca iz ZPP-a mogao znatno poboljšati trenutačni procesni položaj ulagatelja prema depozitaru i društvu za upravljanje kada bi se *de lege ferenda* primjena pravnog sredstva iz čl. 502.a ZPP-a proširila i na ulagatelje UCITS fondova.

Zaključno, smatramo da će pravo ulagatelja na podizanje tužbe prema depozitaru temeljem čl. 224. st. 4. ZOIFJP-a zaživjeti tek usvajanjem određenih procesnih mehanizama koji će im omogućiti kolektivno postavljanje tužbenih zahtjeva prema depozitaru, čime bi se, između ostaloga, adekvatno riješilo pitanje alokacije visokih sudskih troškova koji proizlaze iz tih parnica.¹³⁶² *De lege ferenda*, zalažemo se da se ulagateljima UCITS fonda omogući korištenje procesnog mehanizma tužbe za zaštitu kolektivnih prava i interesa iz čl. 502.a ZPP-a. Uz to, zalažemo se za unaprjeđenje ovoga procesnog mehanizma rješavanjem pitanja jasne raspodjele troškova tog postupka, pitanja obavještanja o parnici ostalih ulagatelja o pokretanju tih postupaka i drugo, pri čemu izložena rješenja Preporuke o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite Europske komisije svakako trebaju biti *de lege ferenda* smjernica u donošenju zakonodavnih izmjena.

4.4. Uloga depozitara pri ostvarivanju prava ulagatelja prema društvu za upravljanje

Zaštita ulagatelja UCITS fonda jedno je od osnovnih načela u okviru UCITS zakonodavstva. Ulagatelji UCITS fonda najslabija su karika investicijskog trokuta. Jasna je namjera zakonodavca da ih zaštiti kako bi se postigla ravnoteža interesa između ulagatelja s jedne, te depozitara i društva za upravljanje s druge strane.

U ovome poglavlju analizirat će se pravni položaj i obveze depozitara koje on ima ako društvo za upravljanje povrijedi svoje obveze prema ulagateljima UCITS fonda. Naime, da bi poboljšao položaj ulagatelja u odnosu na društvo za upravljanje u slučaju spora, zakonodavac je u čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a izrijekom odredio: „*Depozitar je ovlašten i dužan u svoje ime ostvarivati zahtjeve i prava ulagatelja prema društvu za upravljanje, zbog kršenja odredaba*

¹³⁶¹ Čl. 502.c ZPP-a glasi: „Fizičke i pravne osobe mogu se u posebnim parnicama za naknadu štete pozvati na pravno utvrđenje iz presude kojom će biti prihvaćeni zahtjevi iz tužbe iz članka 502.a stavka 1. ovoga Zakona da su određenim postupanjem, uključujući i propuštanjem tuženika, povrijeđeni ili ugroženi zakonom zaštićeni kolektivni interesi i prava osoba koje je tužitelj ovlašten štiti. U tom će slučaju sud biti vezan za ta utvrđenja u parnici u kojoj će se ta osoba na njih pozvati“.

¹³⁶² Tako i za njemačko pravo vidi: Köndgen, J., Schmies, C., op. cit. u bilj. 221., str. 13.

ovoga Zakona, prospekta i pravila UCITS fonda.“ Time je depozitaru dana aktivna legitimacija za podnošenje tužbe prema društvu za upravljanje radi ostvarenja prava ulagatelja.

Usporedno s tim pravom, u istome je članku propisano: „*To ne sprječava ulagatelje da pojedinačno i samostalno ostvaruju imovinsko-pravne zahtjeve prema društvu za upravljanje.*“¹³⁶³ Dakle, ulagatelji u svakom slučaju imaju pravo izravno ostvarivati svoja prava prema društvu za upravljanje. Pri tome se ne radi o supsidijarnom pravu na tužbu kao u slučaju ako bi ulagatelji htjeli izravno tužiti depozitara.¹³⁶⁴ Smatramo da je opravdano dopustiti da pojedini ulagatelj podigne tužbu protiv društva za upravljanje neovisno o tome hoće li to učiniti depozitar ili drugi ulagatelji UCITS fonda.

Međutim, time se istovremeno otvara mogućnost da ulagatelji i depozitar za račun ulagatelja postave isti tužbeni zahtjev (koji se temelje na istoj pravnoj i činjeničnoj osnovi) prema društvu za upravljanje, što krajnje može dovesti do donošenja presuda različitog sadržaja. *De lege ferenda*, smatramo da bi trebalo detaljnije urediti odnos između ulagatelja i depozitara pri ostvarenju prava iz čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a.

Zbog visokih parničnih troškova, ulagateljima svakako više odgovara da u njihovo ime tuži depozitar koji kao kreditna institucija raspolaže značajnom financijskom imovinom, te može naložiti parnične troškove iz zasebne imovine UCITS fonda. Problem naravno ostaje u tome što će društvo za upravljanje i depozitar kao članovi iste financijske grupe te najčešće korporativno povezani kao društvo majka i društvo kćerka rijetko tužiti jedno drugog. No, upravo zbog toga ulagateljima treba ostaviti mogućnost da sami dignu tužbu kada ocijene vjerojatnom dosudu u svoju korist.

Preuzimanje aktivne uloge depozitara u ostvarivanju prava ulagatelja prema društvu za upravljanje uputno je upravo ako društvo za upravljanje istom štetnom radnjom prouzroči štetu svim ulagateljima, odnosno zasebnoj imovini UCITS fonda. Iako je moguće da društvo za upravljanje povrijedi svoju ugovornu obvezu prema samo jednome ulagatelju, smatramo da će se u pravilu ipak raditi o povredi koja jednako utječe na sve ulagatelje. Primjer takve radnje predstavlja povreda ograničenja ulaganja UCITS fonda prema čl. 250. ZOIFJP-a, pogrešan izračun neto vrijednosti imovine i udjela UCITS fonda prema čl. 160. ZOIFJP-a i drugo.

¹³⁶³ Rješenje da svaki ulagatelj ima pravo, tj. aktivnu legitimaciju postaviti tužbeni zahtjev prema društvu za upravljanje usvojeno je izrijekom i u njemačkom pravu. Vidi § 78. st. 1. KAGB-a. Također vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbühren, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 17; Beckmann, K., u Beckmann, K., Scholtz, R.-D., Vollmer, L. (ur.), op. cit. u bilj. 211., § 28 InvG, Rbr. 3; Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 12.c KAGG Rbr. 3; Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2437.

¹³⁶⁴ Vidi o tomu u poglavlju 4.3.2.1.

U nastavku će se ispitati temelj i elemente odgovornosti društva za upravljanje UCITS fondova prema ulagateljima, pravo i obvezu depozitara da u svoje ime ostvaruje prava ulagatelja prema društvu za upravljanje kao i pitanje surrogacije ostvarene naknade štete zasebnoj imovini UCITS fonda. Posebno će se ispitati ima li depozitar procesnopravnu legitimaciju za pokretanje i vođenje arbitražnih postupaka u sporovima između ulagatelja i društva za upravljanje.

4.4.1. Temelj i elementi odgovornosti društva za upravljanje UCITS fondova prema ulagateljima

Društvo za upravljanje odgovorno je ulagateljima za uredno i savjesno obavljanje poslova koji su propisani odredbama ZOIFJP-a, podzakonskim aktima ZOIFJP-a, prospektom i pravilima UCITS fonda.¹³⁶⁵ Odgovornost društva za upravljanje prema ulagateljima primarno proizlazi iz ugovora o ulaganju,¹³⁶⁶ te je ulagatelj ovlašten društvu za upravljanje postaviti zahtjev za ispunjenjem ugovorne obveze, a u svakom slučaju ovlašten je tražiti i naknadu štete. Međutim, u pravilu će ulagatelji znati da je društvo za upravljanje povrijedilo neku svoju ugovornu obvezu tek nakon što je povreda nastala, odnosno nakon što su pretrpjeli štetu. Stoga će se u praksi pravo ulagatelja na postavljanje zahtjeva ipak primarno odnositi na zahtjev za naknadom štete, dok će zahtjev za ispunjenjem obveze prema društvu za upravljanje imati minoran značaj.¹³⁶⁷

U slučaju spora, s obzirom na to da se radi o ugovornoj odgovornosti društva za upravljanje prema ulagateljima, ulagatelji ili depozitar temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a će morati dokazati i postojanje ugovora između društva za upravljanje i ulagatelja. To svakako neće biti problem, s obzirom na to da se prema čl. 88. st. 3. ZOIFJP-a uvodi zakonska presumpcija da je ugovor o ulaganju sklopljen najkasnije u trenutku kada se ulagatelja upiše u registar udjela UCITS fonda. Međutim, trenutak sklapanja ugovora o ulaganju može biti prijeporan ako je društvo za upravljanje poduzelo štetnu radnju u trenutku kada je ulagatelj uplatio novčana sredstva, ali još nije bio upisan u registar udjela.¹³⁶⁸ Ukoliko je ta uplata u konačnici rezultirala sklapanjem ugovora o ulaganju, a što se potvrdilo naknadnom provedbom upisa u registar udjela, razvidno je da je ulagatelj pretrpio istu štetu kao i drugi

¹³⁶⁵ Čl. 99. st. 1. ZOIFJP.

¹³⁶⁶ Tako i za njemačko pravo: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 5; Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 12.c KAGG Rbr. 3.

¹³⁶⁷ Tako i za njemačko pravo vidi: Beckmann, K., u Beckmann, K., Scholtz, R.-D., Vollmer, L. (ur.), op. cit. u bilj. 211., § 28 InvG Rbr. 10.

¹³⁶⁸ Raspravu o problemu određenja rokova u kojima je društvo za upravljanje dužno prihvatiti ili odbiti ponudu potencijalnih ulagatelja za sklapanje ugovora o ulaganju vidi u poglavlju 2.1.2.

ulagatelji, premda u vrijeme nastanka štete još nije bio upisan u registar udjela UCITS fonda (neto vrijednost zasebne imovine UCITS fonda smanjila se zbog štetne radnje društva za upravljanje).

ZOIFJP u čl. 99. st. 3. izrijekom propisuje da „*Društvo za upravljanje odgovara imateljima udjela prema kriteriju pretpostavljene krivnje.*“¹³⁶⁹ Čl. 175. st. 1. ZOIFJP-a izrijekom uređuje da društvo za upravljanje temeljem istog kriterija odgovara i za neistinite ili nepotpune podatke sadržane u prospektu i pravilima UCITS fonda, i to kada zbog toga ulagateljima nastane šteta zbog izdavanja ili otkupa udjela i propusta otkupa udjela UCITS fonda,¹³⁷⁰ premda je prospekt predugovorna informacija i u pravnom smislu tek poziv na stavljanje ponude kao što je to uređeno u čl. 176. st. 1. ZOIFJP-a. Za razliku od depozitara, društvo za upravljanje ne odgovara ni u kojem slučaju temeljem objektivne odgovornosti.

Štetne radnje društva za upravljanje opisane su u čl. 99. st. 2. ZOIFJP-a. Radi se o propustima društva za upravljanje da obavi u potpunosti ili djelomično, ili ako nepropisno obavi „*bilo koji posao ili dužnost predviđenu ovim zakonom, prospektom ili pravilima UCITS fonda*“. Iako zakonodavac izrijekom ne spominje da odgovornost društva za upravljanje postoji ako učini povredu ugovora o ulaganju, smatramo da su i te povrede relevantne. Društvo za upravljanje sklapa ugovor o ulaganju sa svakim pojedinim ulagateljem, pri čemu odredbe ugovora o ulaganju moraju biti u skladu s nemalim brojem prisilnih propisa sadržanima u ZOIFJP-u.¹³⁷¹ Pravila UCITS fonda dodatno uređuju povjerenički odnos između ulagatelja i društva za upravljanje, a kako su po svojoj pravnoj prirodi opći uvjeti

¹³⁶⁹ S obzirom na to da se odnos između društva za upravljanje i ulagatelja temelji na ugovoru, kriterij pretpostavljene krivnje društva za upravljanje primjenjivao bi se i da to ZOIFJP nije izričito predvidio (predmnjeva pretpostavljene krivnje iz čl. 1045. st. 2. ZOO-a). Za usporedbu, njemački KAGB ne određuje izričito da će društvo za upravljanje odgovarati na temelju pretpostavljene krivnje, ali će se kao opće pravilo, od čega su mogući i izuzeci kao što je kod odgovornosti iz prospekta, primjenjivati § 280. BGB-a kao opći režim ugovorne odgovornosti kada jedna strana povrijedi svoju ugovornu odgovornost, a gdje je također usvojen kriterij pretpostavljene krivnje. Tako za njemačko pravo Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 174. Za analizu općih značajki subjektivne odgovornosti vidi u poglavlju 4.2.1. U komparativnom pravu, bilježi se trend da se termin „krivnja“ zamjenjuje terminima „propust“, „neispunjenje“ i slično. Razlog tome navodi se, tzv. moralna neutralnost koju se postiže korištenjem, nazovimo ih tako, neutralnih termina. Naime, smatra se da termin „krivnja“ u sebi nosi moralnu težinu koja je nepoželjna u obveznopравnim, posebice trgovačkim odnosima, što kao posljedicu ima objektivizaciju krivnje. Više o tome u: Fauvarque-Cosson, B., Mazeaud, D. (ur.), *European Contract Law, Materials for a Common Frame of Reference: Terminology, Guiding Principles, Model Rules*, Munich, 2008., str. 204-223. Shodno rečenome, valja primijetiti da niti UCITS IV Direktiva ne koristi termin „krivnja“, tj. „fault“.

¹³⁷⁰ O odgovornosti iz prospekta vidi pregledno u Čulinović-Herc, E., Zubović, A., *Prospekt i odgovornost iz prospekta pri javnoj ponudi vrijednosnih papira u hrvatskom i usporednom pravu, Aktualnosti građanskog i trgovačkog zakonodavstva i pravne prakse*, Mostar, 2009., str. 174 i dalje. Također vidi Jakšić, T., op. cit. u bilj. 1085.

¹³⁷¹ O tomu vidi više u poglavlju 2.1.

poslovanja,¹³⁷² tvore ujedno dio ugovora o ulaganju i temeljem čl. 188. st. 4. ZOIFJP-a dio prospekta.

Šteta koju društvo za upravljanje prouzroči činjenjem ili propustom koji ima značenje štetne radnje primarno će se odraziti na zasebnoj imovini UCITS fonda. Međutim, smatramo da rješenje iz čl. 99. st. 2. ZOIFJP-a koje predviđa: „...*društvo za upravljanje odgovara imateljima udjela za štetu koja je nanesena zasebnoj imovini UCITS fonda*...“, navodi na krivi zaključak. Iako će se u pravilu zaista raditi o šteti koja je nastala na zasebnoj imovini UCITS fonda (smanjenje vrijednosti imovine UCITS fonda), s obzirom na to da UCITS fondovi u Republici Hrvatskoj nemaju pravnu osobnost, ona će se istodobno prikazati i kao šteta na udjelima ulagatelja UCITS fonda (do čijeg će smanjenja vrijednosti doći kao rezultat smanjenja vrijednosti zasebne imovine). Naime smanjenje neto vrijednosti imovine fonda izravno se odražava na smanjenje neto vrijednost udjela, primjenom matematičke formule za izračunavanje neto vrijednosti udjela UCITS fonda. S obzirom na to da prava ulagatelja prema društvu za upravljanje proizlaze iz obveznog pravnog odnosa – ugovora o ulaganju, a ne iz stvarnog pravnog režima zasebne imovine UCITS fonda, zalažemo se za tumačenje da je ulagatelj od društva za upravljanje ovlašten tražiti naknadu dijelića štete koja je nastala na njegovu udjelu u zasebnoj imovini UCITS fonda.¹³⁷³

Obveza društva za upravljanje da nadoknadi ulagatelju štetu koju trpi samo on nije izričito predviđena u ZOIFJP-u, ali je neupitno da će društvo za upravljanje biti dužno nadoknaditi štetu koju je nanijelo samo određenom ulagatelju prema općim pravilima odštetnog prava (primjerice, nije mu izdao potvrdu o stjecanju udjela iako je to ulagatelj zatražio, nije mu izdao udjele UCITS fonda nakon sklopljenog ugovora o ulaganju i drugo).¹³⁷⁴

Vezano uz opseg naknade štete, s obzirom na to da nema suprotnih odredbi, ulagatelji imaju pravo na naknadu stvarne štete (*damnum emergens*), naknadu izmakle dobiti (*lucrum cessans*) i novčanu naknadu za povredu prava osobnosti ulagatelja. Primarni oblik naknade štete jest naturalna restitucija, no društvo za upravljanje će u pravilu biti dužno nadoknaditi štetu ulagateljima u novcu (od društva za upravljanje ne može se tražiti povratak izgubljenih financijskih instrumenata UCITS fonda).¹³⁷⁵

¹³⁷² O tomu vidi više u poglavlju 2.1.3.

¹³⁷³ Vidi analogne argumente za pravo ulagatelja da od depozitara traži naknadu dijelića štete koja je prouzročena na cjelokupnoj zasebnoj imovini UCITS fonda u poglavlju 4.3.2.2.

¹³⁷⁴ Tako za njemačko pravo i Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2437; Beckmann, K., u Beckmann, K., Scholtz, R.-D., Vollmer, L. (ur.), op. cit. u bilj. 211., § 28 InvG Rbr. 15-17; Ebner Von Eschenbach, H.-C., op. cit. u bilj. 125., str. 154.

¹³⁷⁵ Općenito o naknadi štete više je rečeno u poglavlju 4.2.1.2.

Uzročnu vezu između štetne radnje društva za upravljanje i štete kao posljedice bit će najteže dokazati.¹³⁷⁶ Primarni je razlog tomu što se društva za upravljanje lako mogu pozivati da pad vrijednosti imovine UCITS fonda nije rezultat povrede neke od obveza društva za upravljanje (primjerice prekoračenje ograničenja ulaganja iz čl. 250. ZOIFJP-a, počinjenje jednih od zabranjenih radnji iz čl. 96. ZOIFJP-a i drugo), već posebnih tržišnih prilika. Koja će se radnja društva za upravljanje smatrati uzrokom štete pojedinačnom ulagatelju ili nad zasebnom imovinom fonda ovisit će, naravno, o konkretnim okolnostima slučaja.

Valja napomenuti da se od društva za upravljanje ne bi mogla zahtijevati naknada štete zbog donošenja pogrešne investicijske odluke. Društvo za upravljanje ne preuzima obvezu ostvariti određeni rezultat. No, članovi njegove uprave i nadzornog odbora dužni su obavljati svoje poslove, tj. upravljati UCITS fondom savjesno i pošteno, s pažnjom dobrog stručnjaka i u interesu ulagatelja UCITS fonda.¹³⁷⁷ U skladu s time, društvo za upravljanje, odnosno članovi njegove uprave odgovarat će ako nisu postupali s pažnjom dobrog stručnjaka pri donošenju određene odluku o ulaganju ili ako su donijeli odluku o ulaganju suprotno interesima ulagatelja UCITS fonda.

Društvo za upravljanje se može osloboditi odgovornosti prema ulagateljima ukoliko dokaže da je šteta nastala kao posljedica više sile.¹³⁷⁸ S obzirom na to da društvo za upravljanje odgovara ulagateljima temeljem subjektivne odgovornosti, može se osloboditi svoje odgovornosti i ako dokaže da je postupalo s dužnom pažnjom. Kako je društvo za upravljanje dužno obavljati svoje poslove s pažnjom dobrog stručnjaka,¹³⁷⁹ da bi se oslobodilo odgovornosti za nepažnju temeljem čl. 99. st. 3. ZOIFJP-a, morat će dokazati da je pri obavljanju svojih poslova primjenjivao pažnju dobrog stručnjaka, da je postupao u skladu s načelom savjesnosti i poštenja, pravilima struke i najboljim interesima ulagatelja UCITS fonda.

¹³⁷⁶ O uzročnoj vezi općenito je više rečeno u poglavlju 4.2.1.1.3. U hrvatskoj sudskoj praksi široko je prihvaćena, tzv. adekvacijska teorija uzročnosti, prema kojoj se između više događaja povezanih sa štetom, u obzir uzimaju samo oni događaji koji su tipični za nastanak određene štete. Vidi u Vedriš, M., Klarić, P., op. cit. u bilj. 107., str. 595. I u njemačkoj pravnoj teoriji navodi se da je iznimno teško dokazati da je šteta koju je ulagatelj pretrpio posljedica određene štetne radnje društva za upravljanje. Uz to, ulagatelj UCITS fonda u pravilu nije profesionalac, i nema specifično znanje potrebno da bi određenu radnju društva za upravljanje prepoznao kao štetnu radnju koja je prouzročila nastalu mu štetu. Stoga će u pravilu angažirati stručnjaka, što će mu značajno povećati troškove postupka. Povišeni troškovi postupka čine cijeli mehanizam sudskog i arbitražnog rješavanja sporova iznimno neprivačnim za pojedinog ulagatelja. Tako i Seegebarth, N., op. cit. u bilj. 95., str. 175.

¹³⁷⁷ Čl. 48. st. 1. t. 1. ZOIFJP-a, koji određuje da su dužni: „u obavljanju svoje djelatnosti, odnosno svojih dužnosti, postupati savjesno i pošteno te u skladu s pravilima struke i najboljim interesima ulagatelja i UCITS fondovima kojima upravljaju, kao i štititi integritet tržišta kapitala“.

¹³⁷⁸ Vidi čl. 99. st. 4. ZOIFJP-a.

¹³⁷⁹ Čl. 48. st. 1. t. 1. ZOIFJP.

Posebno se otvara pitanje odgovornosti društva za upravljanje kada ono delegira svoje poslove trećoj osobi.¹³⁸⁰ Prije toga, potrebno je odrediti domet delegacije i uvjete prema kojima se ona može provesti.

UCITS IV Direktiva prepustila je državama članicama da same odrede hoće li društvima za upravljanje dopustiti delegaciju svojih poslova trećim osobama.¹³⁸¹ ZOIFJP je dopustio delegaciju svih poslova društva za upravljanje,¹³⁸² uz suglasnost HANFE.¹³⁸³ Time je radikalno promijenjeno rješenje sadržano u ZIF-u 05, prema kojemu je društvu za upravljanje izričito bilo zabranjeno delegirati posao upravljanja fondom trećim osobama.¹³⁸⁴ Razlozi te zabrane smatramo da su se sastojali u tome što društvo za upravljanje na taj način delegira svoju sržnu funkciju, zbog koje ono i ostvaruje naknadu za upravljanje. Prepuštajući drugim fond menadžerima upravljanje (kolektivnim) portfeljem, društvo za upravljanje koristi njihovu ekspertizu. No povjerenje koje su ulagatelji dali društvu za upravljanje uloživši u fond proizlazi iz ugleda društva za upravljanje s kojim su sklopili ugovor, a ne iz ugleda njegovog delegata.

¹³⁸⁰ Napomena da delegacija poslova, koja uključuje po novom ZOIFJP-u i pravo na delegaciju poslova upravljanja fondom, nije istoznačna s preuzimanjem fonda drugog društva za upravljanje, što ZOIFJP također označava kao "prijenos upravljanja investicijskim fondom na drugo društvo za upravljanje" u čl. 76. ZOIFJP. Kao što će se nadalje obraditi, kod delegacije poslova, društvo za upravljanje zadržava pravo nadzora nad obavljanjem delegiranih poslova, te ostaje u potpunosti odgovorno prema ulagateljima za delegirane poslove, dok kod preuzimanja fonda (čl. 76.-80. ZOIFJP) prenose se na društvo za upravljanje – preuzimatelja sva prava i obveze glede upravljanja fondom, te društvu za upravljanje – prenositelju prestaje odobrenje za upravljanje fondom koji je predmet prijenosa.

¹³⁸¹ Čl. 13. st. 1. UCITS IV Direktive. Pitanje delegacije poslova društva za upravljanje UCITS fondova na treće osobe, prva je uredila UCITS III Direktiva za menadžere, u čl. 5.g.

¹³⁸² Čl. 64. st. 1. ZOIFJP. UCITS IV Direktiva nije ograničila poslove koji se mogu delegirati, što dakle uključuje i mogućnost da države članice dopuste delegaciju upravljanja fondom. Pri tome je u Preambuli br. 16. Direktive postavljeno načelo prema kojemu su države članice EU-a dužne osigurati da društvo za upravljanje ne delegira sve svoje poslove na treće osobe do mjere da postane tek „poštanski sandučić“, tj. do te mjere da se više ne može smatrati društvom za upravljanje (to načelo ponavlja se i u čl. 13. st. 2. UCITS Direktive). Isto načelo usvojio je i ZOIFJP u čl. 65. st. 1.f. Kao razlog uvođenja opcije delegiranja poslova društva za upravljanje, navodi se cilj povećanja učinkovitosti obavljanja delegiranih poslova, pri čemu društvo za upravljanje mora djelovati u najboljem interesu ulagatelja, te osigurati da se pravo nadzora neometano vrši i nad delegiranim poslovima (čl. 13. UCITS IV Direktive).

¹³⁸³ Pri tome društvu za upravljanje nije potrebna suglasnost ulagatelja, iako su ulagatelji ti koji su izvorno ovlastili društvo za upravljanje da obavlja te poslove na temelju ugovora o ulaganju. Pravo društva za upravljanje na delegaciju temelji se, dakle, na zakonu. Ovlaštenje nedvosmisleno proizlazi iz čl. 64. st. 1. ZOIFJP-a, i glasi: „Društvo za upravljanje može trećim osobama delegirati poslove koje je dužno obavljati, uz suglasnost Agencije.“ Isto vrijedi i za pravo treće osobe da dalje delegira delegirane joj poslove (čl. 65. st. 2. ZOIFJP).

¹³⁸⁴ Čl. 24. st. 1. ZIF 05. Prema ZIF-u 05, društvo za upravljanje moglo je delegirati samo obavljanje administrativnih poslova iz čl. 23. st. 2. i st. 3. ZIF 05. HANFA je donijela i poseban pravilnik, tzv. Pravilnik o postupku i vrsti poslova koje je dopušteno delegirati na treće osobe od strane društava za upravljanje (NN 25/2007). Tako je čl. 5. st. 2. ovoga pravilnika predviđao da treće osobe ni pod kojim uvjetima nisu ovlaštene nadalje delegirati poslove koje im je delegiralo društvo za upravljanje, od čega se rješenje ZOIFJP-a također značajno razlikuje (vidi čl. 65. st. 2. ZOIFJP). Da je društvo za upravljanje odgovorno u cijelosti za obavljanje poslova bilo je izričito predviđeno u čl. 5. st. 3. ovoga pravilnika.

Ugovor o delegiranju mora biti sklopljen u pisanom obliku.¹³⁸⁵ Pri tome HANFA ima iznimno važnu ulogu jer potonji ugovor, za razliku od ugovora kojim se ugovara delegacija poslova depozitara,¹³⁸⁶ ne može stupiti na snagu prije no što ga HANFA odobri,¹³⁸⁷ a ona će ga odobriti samo ako su ispunjeni zakonom predviđeni uvjeti.¹³⁸⁸ Uz uvjete iz čl. 65. st. 1. ZOIFJP-a, postoji još i dodatno ograničenje prema kojem se društvu za upravljanje zabranjuje da delegira poslove depozitaru ili osobama kojima je depozitar delegirao svoje poslove.¹³⁸⁹ To uključuje i sve daljnje poddepozitare,¹³⁹⁰ iako se navedena zabrana ne odnosi na administrativne poslove. No ipak i glede tih poslova postoji dodatna rezerva jer ZOIFJP izričito određuje da se depozitaru mogu delegirati svi osim poslova vrednovanja imovine i utvrđivanje cijene udjela.¹³⁹¹ Time se izražava jedna od temeljnih postavki odnosa koji postoje unutar investicijskog trokuta, a to je organizacijska razdvojenost društva za upravljanje i depozitara.¹³⁹²

Tek nakon što je ugovor o delegaciji stupio na snagu, ili u slučaju daljnje delegacije,¹³⁹³ društvo za upravljanje dužno je tu informaciju učiniti javnom, i to objavom na

¹³⁸⁵ Čl. 64. st. 3. ZOIFJP. O pravnoj prirodi ugovora o delegaciji vidi u poglavlju 3.4.

¹³⁸⁶ Više o tomu vidi u poglavlju 3.4.

¹³⁸⁷ Čl. 64. st. 4. ZOIFJP. Odredbom kojom se određuje da će ugovor o delegaciji poslova stupiti na snagu tek nakon što HANFA da svoju suglasnost, nastoji se zaštititi interese ulagatelja. Za usporedbu, UCITS IV Direktiva predviđa da je društvo za upravljanje dužno obavijestiti nadležno tijelo da je provedena delegacija poslova, ali ne postavlja uvjet suglasnosti da bi ugovor o delegaciji stupio na snagu (čl. 13. st. 1.a UCITS IV Direktive). Dakle, hrvatski zakonodavac je odredio viši stupanj preventivne kontrole nad delegacijom poslova društva za upravljanje. S druge strane, kada treće osobe dalje delegiraju delegirane im poslove društva za upravljanje, tada se ne traži suglasnost HANFE kao uvjet da bi poddelegacija poslova počela proizvoditi pravne učinke (čl. 65. st. 2. ZOIFJP). Međutim, ako treća osoba stavi poslove društva za upravljanje u poddelegaciju protivno čl. 65. st. 2. ZOIFJP-a, može prekršajno odgovarati (čl. 374. st. 1. t. 19. ZOIFJP). U oba slučaja, HANFA u okviru svojih nadzornih mjera ima i ovlast oduzimanja odobrenja za rad društvu za upravljanje i to za sve ili pojedine djelatnosti, kao i za upravljanje svim ili pojedinim fondovima (čl. 341. st. 5. ZOIFJP).

¹³⁸⁸ Čl. 65. st. 1. ZOIFJP-a propisuje da se delegiranje može provesti samo ako: a) se provodi iz objektivnih razloga i isključivo radi povećanja učinkovitosti obavljanja tih poslova; b) treća osoba mora imati sve potrebne resurse za pravilno, kvalitetno i učinkovito obavljanje delegiranih poslova; c) ovlaštene osobe treće osobe moraju imati dobar ugled te stručne kvalifikacije i iskustvo potrebno za obavljanje delegiranih poslova; d) društvo za upravljanje mora dokazati da je treća osoba kvalificirana i sposobna za obavljanje delegiranih poslova, da je izabrana primjenom dužne pažnje i da društvo za upravljanje može u svako doba učinkovito nadzirati obavljanje delegiranih poslova; e) društvo za upravljanje kontinuirano će nadzirati treću osobu u obavljanju delegiranih poslova; f) društvo za upravljanje ne smije delegirati poslove na treće osobe do te mjere da se više ne može smatrati društvom koje upravlja fondovima („poštanski sandučić“); g) poslovi se ne smiju delegirati na osobu čiji interesi mogu biti u sukobu s interesima ulagatelja i investicijskog fonda, h) delegiranjem se ne umanjuje učinkovitost nadzora nad društvom za upravljanje i investicijskim fondovima, i) delegiranjem se ne smiju ugroziti interesi ulagatelja i investicijskog fonda, j) društvo za upravljanje i dalje ostaje u potpunosti odgovorno za obavljanje delegiranih poslova; k) u prospektu investicijskog fonda naveden je popis poslova koji su delegirani na treću osobu i osoba na koju su oni delegirani.

¹³⁸⁹ Vidi čl. 6. st. 4. Pravilnika o delegiranju poslova društva za upravljanje UCITS fondom.

¹³⁹⁰ Čl. 64. st. 2. ZOIFJP.

¹³⁹¹ Čl. 64. st. 2. ZOIFJP.

¹³⁹² Vidi o tomu u poglavlju 3.2.3.1.

¹³⁹³ Treće osobe izričito su ovlaštene dalje delegirati delegirane im poslove od društva za upravljanje, tj. sklapati ugovore o poddelegaciji. Pri tome su im ipak postavljeni dodatni uvjeti (čl. 65 st. 2. ZOIFJP). Tako je uvjet da se društvo za upravljanje suglasi s daljnjim delegiranjem, da društvo za upravljanje obavijesti HANFU o daljnjem

svojim internetskim stranicama o tome koji posao ili poslovi su delegirani na treću osobu, kao i navesti identitet tih osoba.¹³⁹⁴ Popis delegiranih poslova i trećih osoba kojima su delegirani poslovi, društvo za upravljanje dužno je objaviti i u prospektu fonda,¹³⁹⁵ te je u sklopu opće obveze ažuriranja prospekta jednom godišnje dužan sinkronizirati te podatke.¹³⁹⁶

Zbog prekomjerne mogućnosti korištenja delegata pri obavljanju poslova upravljanja fondom, odnos povjerenja ulagatelja prema društvu za upravljanje koji je uspostavljen ugovorom može biti narušen, a posljedično, može utjecati na ulagateljevu investicijsku odluku na način da uopće ne uloži u fond.¹³⁹⁷ Društvo za upravljanje radi privlačenja ulagatelja, moglo bi se obvezati da svoje poslove neće delegirati trećim osobama. Nema zapreke da se umetne odredba da društvo za upravljanje *neće* delegirati svoje poslove na treće osobe. Smatramo da u tom slučaju, HANFA ne bi smjela dati svoju suglasnost na ugovor o delegaciji poslova,¹³⁹⁸ ako bi društvo za upravljanje protivno ugovorenome ipak pokušalo delegirati poslove na treće osobe.

Društvo za upravljanje dužno je kontinuirano obavljati nadzor nad trećom osobom kojoj je delegiralo svoje poslove.¹³⁹⁹ U tom je smislu iznimno važna ovlast društva za upravljanje na davanje uputa trećoj osobi delegatu koje je ova dužna ispuniti.¹⁴⁰⁰ Također,

delegiranju poslova, i to prije no što je to delegiranje stupilo na snagu, te da su ispunjeni svi uvjeti iz čl. 65. st. 2. ZOIFJP-a za delegiranje poslova. Dakle, suglasnost HANFE se ne traži kao uvjet da bi ugovor o poddelegaciji poslova društva za upravljanje stupio na snagu. Smatramo da je ovakvo rješenje nedosljedno s odredbom čl. 64. st. 4. ZOIFJP-a prema kojemu ugovor o delegaciji poslova društva za upravljanje sklopljenog između društva za upravljanje i treće osobe ne može stupiti na snagu bez odobrenja HANFE. Nema razloga zašto bi se delegacija poslova različito tretirala ovisno o tome radi li se o neposrednoj delegaciji koju provodi društvo za upravljanje ili posrednoj kada treća osoba daje poslove društva za upravljanje u poddelegaciju. Kao što je već rečeno, hrvatski zakonodavac iznimno je predvidio uvjet suglasnosti HANFE za neposrednu delegaciju poslova, čime je usvojio stroži režim od UCITS IV Direktive. S obzirom na to da nema razloga da se interesi ulagatelja tretiraju drukčije ovisno o tome radi li se o neposrednoj delegaciji ili posrednoj poddelegaciji, smatramo da bi *de lege ferenda* trebalo usvojiti da se suglasnost HANFE traži kao uvjet i kada treća osoba dalje delegira delegirane joj poslove društva za upravljanje.

¹³⁹⁴ Čl. 64. st. 5. ZOIFJP.

¹³⁹⁵ Čl. 183.b t. 32. ZOIFJP.

¹³⁹⁶ Sklapanje ugovora o delegaciji poslova ne spada u bitnu promjenu prospekta (vidi čl. 184. ZOIFJP), te stoga ne podliježe obvezi da obavijesti ulagatelje o promjeni u roku od 7 dana od dobivanja suglasnosti HANFE, a ulagatelji nemaju pravo tražiti otkup udjela bez odbitka izlazne naknade zbog nastale promjene (vidi čl. 185. ZOIFJP).

¹³⁹⁷ Tako i Steck, K.-U., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbehüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj 63., § 16 InvG Rbr. 5.

¹³⁹⁸ U popisu uvjeta koji moraju biti ispunjeni da bi HANFA dala suglasnost na ugovor o delegaciji (čl. 65. ZOIFJP), ne stoji, doduše, da delegacija poslova mora biti u skladu s odredbama prospekta, pravila UCITS fonda i ugovora o ulaganju. Međutim, to u svakom slučaju proizlazi iz općenitije odredbe, čl. 323. st. 1. ZOIFJP-a, iz čega proizlazi opća obveza HANFE nadzirati da društvo za upravljanje postupa u skladu s odredbama ZOIFJP-a, prospekta, pravila UCITS fonda i ugovora o ulaganju. U slučaju da HANFA propusti izvršiti preventivnu kontrolu, tada je dužna putem nadzora narediti društvu za upravljanje otklanjanje utvrđenih nepravilnosti.

¹³⁹⁹ Čl. 65. st. 1.e. ZOIFJP.

¹⁴⁰⁰ Čl. 65. st. 1.l. ZOIFJP.

društvu za upravljanje dano je pravo na raskid ugovora o delegiranju bez raskidnog roka ako je to u interesu ulagatelja.¹⁴⁰¹

S obzirom na to da društvo za upravljanje može delegirati i poslove upravljanja UCITS fondom, posebno je važno odrediti tko odgovara ulagateljima za tako delegirane poslove. Prema čl. 65. st. 1.j ZOIFJP-a, „*društvo za upravljanje i dalje ostaje u potpunosti odgovorno za obavljanje delegiranih poslova*“. Te se odgovornosti društvo za upravljanje ne može osloboditi, što se razlikuje od rješenja ZOIFJP-a vezano uz delegaciju poslova depozitara, gdje se uz ispunjenje određenih uvjeta, depozitar ipak može osloboditi odgovornosti za rad poddepozitara u slučaju, tzv. nužne delegacije iz čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a. Dakle, društvo za upravljanje uvijek će biti odgovorno za neispunjenje ili neuredno ispunjenje delegiranih poslova prema ulagateljima ako se ispune temeljne pretpostavke za njegovu odgovornost kao da je samo počinilo te povrede. Smatramo da je ovo rješenje važno jer će u pojavnosti spriječiti društvo za upravljanje da se prekomjerno koristi ovlašću delegacije, kao i da delegira poslove trećim osobama u koje se ne može u dostatnoj mjeri pouzdati.

4.4.2. Pravo i obveza depozitara da u svoje ime ostvaruje prava ulagatelja prema društvu za upravljanje

UCITS zakonodavstvo ne predviđa obvezu depozitara da podiže tužbu u korist ulagatelja UCITS fonda protiv društva za upravljanje. U okviru investicijskog trokuta, depozitar je primarno dužan djelovati radi sprječavanja nastanka štete, a ne u procesu nakon što je šteta nastala.¹⁴⁰² Ipak, ulagateljima je potrebna zaštita njihovih interesa i ako do štete dođe zbog povrede društva za upravljanje. Način ostvarivanja zahtjeva ulagatelja prema društvu za upravljanje s osnove naknade štete nije ujednačen na razini EU-a, jer je to pitanje ostavljeno u nadležnosti nacionalnih zakonodavstava.

Za razliku od ZIF-a 05, ZOIFJP je depozitaru izrijekom dodijelio aktivnu ulogu u ostvarivanju zahtjeva ulagatelja prema društvu za upravljanje kada ono povrijedi svoje obveze. Točnije, prema čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a, „*depozitar je ovlašten i dužan u svoje ime ostvarivati zahtjeve i prava ulagatelja prema društvu za upravljanje*“, i to ako društvo za upravljanje povrijedi odredbe ZOIFJP-a i provedbene propise te prospekt i pravila UCITS

¹⁴⁰¹ Čl. 65. st. 1.1. ZOIFJP.

¹⁴⁰² Tako za njemačko pravo i Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 10. Bundesgerichtshofs (BGH), presuda od 18. September 2001 (XI ZR 337/00, Frankfurt a.M.), objavljena u Zeitschrift für Wirtschaftsrecht- und Bankrecht, 2001.

fonda.¹⁴⁰³ Time je depozitaru ujedno dana i procesna legitimacija temeljem zakona za postavljanje zahtjeva ulagatelja prema društvu za upravljanje.¹⁴⁰⁴

Ova obveza depozitara iz čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a po svojoj pravnoj naravi obuhvaćena je generalnom obvezom depozitara da djeluje u isključivom interesu ulagatelja, a posebice da štiti interese ulagatelja u odnosu na interese društva za upravljanje. Također, obveza postavljanja tužbenih zahtjeva prema društvu za upravljanje temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a u širem smislu se izvodi iz kontrolnih ovlasti depozitara koje on ima nad poslovima društva za upravljanje.¹⁴⁰⁵ Kao glavni podupirući argument ovoj tezi ističe se da depozitaru nije potreban nalog ulagatelja da bi pokretao parnice ističući tužbene zahtjeve temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a.¹⁴⁰⁶ Kako je depozitar dužan sam uočiti da je društvo za upravljanje počinilo povredu zakonskih i provedbenih odredbi, te prospekta i pravila UCITS fonda obavljanjem poslova kontrole nad društvom za upravljanje, obveza depozitara da ostvaruje zahtjeve prema društvu za upravljanje navedena u čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a prirodan je nastavak kontrolnih poslova koje depozitar također obavlja radi zaštite interesa ulagatelja.

Iako depozitaru nije potreban nalog ulagatelja za poduzimanje radnji temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a, postavlja se pitanje mogu li ulagatelji to od njega zatražiti ili mu naložiti takvo postupanje. ZOIFJP nije regulirao ovo pitanje. Smatramo da ulagatelji imaju pravo zatražiti od depozitara poduzimanje radnji temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a.¹⁴⁰⁷ Pri tomu oblik zahtjeva nije bitan, no svakako je preporučljiv formalni, odnosno pisani oblik. No valja skrenuti pozornost na to da će depozitar s obzirom na poslove koje obavlja i stupanj nadzora nad informacijama koje potječu od društva za upravljanje ipak prvi biti u prilici utvrditi nepravilnost postupanja društva za upravljanje, odnosno njegovu eventualnu povredu.

Teže je odgovoriti na pitanje mora li depozitar postupiti sukladno zahtjevima ulagatelja. S jedne strane, kako depozitar i ulagatelji nisu u ugovornom odnosu, ne postoji

¹⁴⁰³ Isto je rješenje usvojio njemački zakonodavac u § 78. st. 1. t. 1. KAGB-a i slovenski zakonodavac u čl. 172. st. 3. ZISDU-2.

¹⁴⁰⁴ Isto i za njemačko pravo. Vidi Canaris, C.-W., op. cit. u bilj. 24., Rbr. 2474; Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 12.c KAGG Rbr. 8; Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 9.

¹⁴⁰⁵ Tako se smatra i u njemačkome pravu. Vidi: Baur, J., op. cit. u bilj. 230., § 12.c KAGG Rbr. 7; Ohl, K., op. cit. u bilj. 24., str. 62.

¹⁴⁰⁶ Tako i za njemačko pravo vidi Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 9.

¹⁴⁰⁷ Za usporedbu, ističe se rješenje slovenskog zakonodavca, koji sadrži rješenje ekvivalentno onome iz čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a (čl. 172. st. 3. ZISDU-2), no koji je izrijekom propisao supsidijarnost prava ulagatelja u odnosu na depozitara na postavljanje tih tužbenih zahtjeva. Tako je u čl. 172. st. 4. ZISDU-2 izrijekom propisano da ulagatelji mogu depozitaru uputiti pisani zahtjev da pokrene takav tužbeni zahtjev protiv društva za upravljanje. U slučaju da depozitar propusti postaviti zahtjev u roku od 30 dana od primitka takvog zahtjeva ulagatelja, tada svaki ulagatelj fonda može podnijeti tužbu iz čl. 172. st. 3. ZISDU-2. Iz ovakvog rješenja proizlazi da depozitar nije dužan postupiti u skladu sa zahtjevima ulagatelja.

osnova temeljem ugovora da depozitar postupi po nalogu ulagatelja. Kako ZOIFJP ne daje izrijekom to pravo ulagateljima, ta obveza ne prileži niti iz zakona. Međutim, upute li ulagatelji depozitaru takav zahtjev, smatramo da bi taj zahtjev depozitar trebao pomno ispitati, jer bi se u slučaju da ulagatelji sami pokrenu parnicu i u njoj uspiju, mogao sam izložiti odgovornosti za štetu. S druge strane, pomno ispitivanje navoda ulagatelja moglo bi rezultirati i odbacivanjem ideje o pokretanju parnice ako depozitar procijeni da navodi o povredi društva za upravljanje i potkrijepljujući dokazi nisu dovoljni za uspjeh u parnici. Nepokretanje parničnog postupka može se također ocijeniti kao djelovanje u interesu ulagatelja jer će se spriječiti naknađivanje parničnih troškova na teret UCITS fonda,¹⁴⁰⁸ ako parnica ne uspije.

Uvođenjem mogućnosti da depozitar ostvaruje prava ulagatelja prema društvu za upravljanje iz čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a smatramo korisnim za ulagatelje. U praksi je teško zamisliti, primarno zbog visokih sudskih troškova i vjerojatnog nedostatka stručnosti, da bi se pojedini ulagatelj upustio u vođenje parničnog postupka radi naknade štete protiv društva za upravljanje, a za račun UCITS fonda,¹⁴⁰⁹ iako je to pravo dano ulagateljima u nastavku čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a. Naime, ulagatelji se javljaju kao nepovezana i nekoordinirana grupa pojedinaca gdje je svaki od njih ponaosob u ugovornom odnosu s društvom za upravljanje. Propisivanje dužnosti depozitara da u svoje ime, a za račun ulagatelja ostvaruje prava ulagatelja prema društvu za upravljanje iznimno je važno za zaštitu interesa ulagatelja.

Valja uočiti da čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a ne ovlašćuje depozitara da zastupa pojedine ulagatelje, odnosno pojedinačne zahtjeve ulagatelja prema društvu za upravljanje.¹⁴¹⁰ To jasno proizlazi i iz prirode pravnih odnosa u investicijskom trokutu gdje depozitar preuzima poslove u odnosu na cjelokupnu zasebnu imovinu UCITS fonda, što znači, u odnosu na sve ulagatelje UCITS fonda.

Zakonodavac nije izrijekom odredio za čiji račun depozitar ostvaruje zahtjeve ulagatelja prema društvu za upravljanje. Međutim, s obzirom na to da se radi o zahtjevima i pravima ulagatelja, jasno proizlazi da depozitar ostvaruje pravo iz čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a za račun UCITS fonda, odnosno za račun svih ulagatelja UCITS fonda. Ako depozitar uspije u parnici protiv društva za upravljanje, te se društvo za upravljanje osudi na naknadu štete,

¹⁴⁰⁸ Iz zasebne imovine UCITS fonda mogu se plaćati samo naknade i troškovi koji su naznačeni u prospektu UCITS fonda (čl. 246. ZOIFJP). Ako su eventualni parnični troškovi sporova koje društvo za upravljanje ili depozitar vode za račun ulagatelja navedeni kao mogući troškovi u sklopu kategorije „ostalih troškova“ koju dopušta čl. 245. st. 2. t. 8. ZOIFJP-a, tada smatramo da bi se parnični trošak depozitara koji pokreće sporove temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a mogao podmiriti iz zasebne imovine UCITS fonda.

¹⁴⁰⁹ Tako i za njemačko pravo vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 2.

¹⁴¹⁰ Tako i za njemačko pravo vidi Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 12.

dosuda može ići samo u korist zasebne imovine UCITS fonda. Ovakvo je tumačenje u skladu i s čl. 224. st. 2. ZOIFJP-a prema kojemu je depozitar dužan u zasebnu imovinu UCITS fonda vratiti „sve što je iz nje isplaćeno bez valjane pravne osnove“. Drugim riječima, radi se o zakonskoj surogaciji ostvarenoga temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a kada depozitar ostvaruje prava ulagatelja prema društvu za upravljanje.

Depozitar može prema društvu za upravljanje u svoje ime a za račun UCITS fonda ostvarivati zahtjev za naknadu štete, ali i za ispunjenje određene ugovorne obveze iz ugovora o ulaganju. To potvrđuje i čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a koji predviđa da je depozitar dužan ostvarivati „zahtjeve i prava“.

Međutim, prema dostupnim podacima, do sada u hrvatskoj ni u komparativnoj njemačkoj¹⁴¹¹ i slovenskoj sudskoj praksi nije zabilježen niti jedan slučaj da je depozitar postavio tužbeni zahtjev protiv društva za upravljanje s osnove povrede obveza društva za upravljanje prema ulagateljima UCITS fonda. U pravnoj znanosti ističe se da je jedan od razloga izostanka tih tužbi korporativna povezanost depozitara i društva za upravljanje.¹⁴¹² Zbog te okolnosti uvijek postoji opasnost da između društva za upravljanje i depozitara nije odgovarajuće riješeno pitanje sprječavanja sukoba interesa, pa je tako moguće da se interesi financijske grupe pretpostave interesima ulagatelja. Razlog izostanku sudske prakse u hrvatskome pravu svakako je i kratkoća primjene ZOIFJP-a koji je stupio na snagu tek 1. srpnja 2013. godine.

Pri ostvarivanju prava u korist zasebne imovine fonda depozitara, a protiv društva za upravljanje iz čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a, postavlja se pitanje snošenja parničnih troškova. ZOIFJP nije izrijeком riješio ovo pitanje. Po naravi stvari, smatramo da bi parnične troškove koje depozitar ima temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a trebalo priznati kao troškove depozitara koji se mogu izravno isplatiti iz zasebne imovine UCITS fonda.¹⁴¹³ To se čini opravdanim jer ZOIFJP obvezuje depozitara na poduzimanje radnji iz čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a, a slijedom toga, valja mu priznati troškove pri obavljanju tih radnji. Kategorije troškova na koje

¹⁴¹¹ Tako za njemačko pravo i Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 2; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), op. cit. u bilj. 27., Rbr. 133; Reiss, M., op. cit. u bilj. 104., str. 312.

¹⁴¹² Tako i za njemačko pravo vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 2; Reiss, M., op. cit. u bilj. 104., str. 312.

¹⁴¹³ Prema čl. 245. st. 2. t. 2. ZOIFJP-a iz zasebne imovine UCITS fonda mogu se izravno isplaćivati i naknada i troškovi depozitara. Međutim, navedeni članak ne razlikuje pojedine kategorije troškova depozitara. Za usporedbu, u njemačkoj pravnoj teoriji smatra se da bi parnični troškovi depozitara temeljem § 78. st. 1. t. 1. KAGB-a fonda spadali u troškove na koje depozitar ima pravo naknade prema § 79. st. 2. KAGB-a koji predviđa da depozitar ima pravo na naknadu troškova za poslove koje obavlja sukladno odredbama KAGB-a, s time da mu je potrebna suglasnost društva za upravljanje da bi tu naknadu mogao isplatiti sebi iz zasebne imovine UCITS fonda. Vidi: Köndgen, J., u Berger, H., Steck, K.-U., Lübbenhüsen, D. (ur.), op. cit. u bilj. 63., § 28 InvG Rbr. 9.

depozitar ima pravo nisu određene ZOIFJP-om, a HANFA do sada nije iskoristila ovlast iz čl. 245. st. 4. ZOIFJP-a da to detaljnije propiše. Smatramo da bi *de lege ferenda*, HANFA trebala iskoristiti danu ovlast, u okviru čega smatramo da bi kao kategoriju valjalo izdvojiti i pravo depozitara na naknadu parničnih troškova uzrokovanih djelovanjem depozitara temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a.

Naposljetku se izdvaja pitanje može li čl. 224. st. 2. ZOIFJP-a poslužiti kao osnova za podizanje tužbe depozitara prema osobama koje se nalaze izvan investicijskog trokuta. Naime, prema čl. 224. st. 2. ZOIFJP-a depozitar je dužan u zasebnu imovinu UCITS fonda vratiti „sve što je iz nje isplaćeno bez valjane pravne osnove“. Prethodno je izloženo da se navedena odredba treba tumačiti primarno kao obveza da temeljem zakona priraste zasebnoj imovini UCITS fonda sve ono što je depozitar uspješno utužio u odnosu na društvo za upravljanje temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a. No, širina izričaja navedene odredbe otvara prostor tumačenju da se od depozitara traži da zaštiti zasebnu imovinu UCITS fonda i od zahvata trećih osoba kada god je na teret zasebne imovine UCITS fonda isplaćeno nešto bez valjane pravne osnove. Da bi depozitar mogao učinkovito djelovati u tom svojstvu morao bi biti ovlašten pokretati postupke pred sudskim, arbitražnim i državnim tijelima protiv trećih osoba koje su se naplatile na teret zasebne imovine UCITS fonda bez pravne osnove. Međutim, kao što je već ranije izloženo,¹⁴¹⁴ depozitar nije ovlašten niti ulagati pravne lijekove (prigovor treće osobe) protiv neutemeljene ovrhe na predmetu koji pripada zasebnoj imovini UCITS fonda (a kao ovršenik je označeno društvo za upravljanje ili treća osoba). Također, u ZOIFJP-u nema odredbi koje bi izrijekom utvrđivale pravo i obvezu depozitara za vođenje postupka za račun UCITS fonda pred sudskim, arbitražnim i državnim tijelima protiv trećih osoba, osim prema društvu za upravljanje temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a. Stoga smatramo da nema prostora tumačenju da se čl. 224. st. 2. ZOIFJP-a tumači kao osnova depozitara da postavlja tužbene zahtjeve i prema trećim osobama izvan investicijskog trokuta. To tim više jer u pravnom prometu fond primarno zastupa društvo za upravljanje i to u svoje ime, a za račun ulagatelja.

De lege ferenda zalažemo se za rješenje prema kojemu bi depozitar i društvo za upravljanje bili aktivno legitimirani štititi zasebnu imovinu UCITS fonda i prema trećim

¹⁴¹⁴ Upućuje se na razradu pitanja tko u okviru investicijskog trokuta ima pravo i obvezu postavljanja pravnih lijekova u slučajevima neutemeljenih ovršnih zahtjeva nad zasebnom imovinom UCITS fonda u poglavlju 2.4.3.1.

osobama izvan investicijskog trokuta u svim državnim, arbitražnim i drugim postupcima, pri čemu kao uzor može poslužiti slovenski zakonodavac.¹⁴¹⁵

4.4.2.1. Posebno o aktivnoj legitimaciji depozitara za arbitražno rješavanje sporova između ulagatelja i društva za upravljanje

Mogućnost arbitražnog rješavanja sporova između društva za upravljanje i ulagatelja u hrvatsko je pravo uvedena čl. 59. st. 1. ZOIFJP-a.¹⁴¹⁶ Takvu mogućnost zakon ne predviđa za rješavanje sporova između ulagatelja i depozitara ili između depozitara i društva za

¹⁴¹⁵ Prema slovenskom pravu, depozitar i društvo za upravljanje ovlašteni su zastupati fond u svim sudskim postupcima i postupcima pred drugim državnim tijelima koji se odnose na zasebnu imovinu UCITS fonda (čl. 179. st. 2. ZISDU-2). Ako su procesnopravne radnje depozitara i društva za upravljanje međusobno suprotstavljene, vrijede one koje su korisnije za investicijski fond (čl. 179. st. 3. ZISDU-2). Pri tom je društvo za upravljanje dužno bez odgode obavještavati depozitara o svim započetim postupcima i redovito ga obavještavati o njihovom tijeku (čl. 179. st. 4. ZISDU-2). Iznimno je važna odredba prema kojoj društvo za upravljanje ne smije raspolagati s tužbenim zahtjevom ili sklopiti sudsku nagodbu bez suglasnosti depozitara (čl. 179. st. 5. ZISDU-2).

¹⁴¹⁶ Moguće je da je zakonodavac uveo arbitražno rješavanje sporova između ulagatelja i društva za upravljanje kao pokušaj implementacije čl. 101. st. 1. UCITS IV Direktive koja predviđa: „*Member States shall ensure that efficient and effective complaints and redress procedures are in place for the out-of-court settlement of consumer disputes concerning the activity of UCITS using existing bodies where appropriate.*“ Time UCITS IV Direktiva želi postići da države članice osiguraju mjere kojima će usvojiti mehanizme izvansudske zaštite ulagatelja UCITS fondova po uzoru na već usvojene mehanizme izvansudske zaštite potrošača koji su se već razvili na razini EU-a. Za pregled usvojenih alternativnih rješavanja sporova potrošača u državama članicama EU vidi na internetskim stranicama Europske komisije, Alternative Dispute Resolution (ADR), http://ec.europa.eu/consumers/redress_cons/schemes_en.htm (20. svibnja 2014.). Za izvansudsko rješavanje potrošačkih sporova iz financijskih usluga na razini EU-a razvijena je, tzv. mreža FIN-NET, koja predstavlja izvansudsku mrežu za pritužbe iz područja prekograničnih financijskih usluga. O aktivnostima FIN-NET-a vidi na internetskim stranicama Europske komisije, Financial Dispute Resolution Network, http://ec.europa.eu/internal_market/fin-net/index_en.htm (20. svibnja 2014.). Također, o funkcioniranju FIN-NET-a vidi više u Čulinović-Herc, E., Žunić-Kovačević, N., Izvansudsko rješavanje potrošačkih sporova iz financijskih usluga - europska iskustva i prijedlog rješenja za hrvatsko pravo u Tomljenović, V., Čulinović-Herc, E., Butorac Malnar, V. (ur.), Republika Hrvatska na putu prema Europskom pravosuđnom području, Rješavanje trgovačkih i potrošačkih sporova, Rijeka, 2009. Međutim, upitno je smatra li se institucionalna ili *ad hoc* arbitraža uopće dijelom sustava izvanskudskog rješavanja sporova u okviru zaštite potrošača. Sintagma *izvansudsko rješavanje sporova* (eng. *out-of-court settlement*) kojeg koristi i UCITS IV Direktiva širi je rodni pojam od sintagme *alternativnog rješavanja sporova* (eng. *alternative dispute resolution*). Vidi u Tepeš, N., Izvansudsko rješavanje potrošačkih sporova u Hrvatskoj u Tomljenović, V., Čulinović-Herc, E., Butorac Malnar, V., Republika Hrvatska na putu prema Europskom pravosuđnom području, Rješavanje trgovačkih i potrošačkih sporova, Rijeka, 2009., str. 190. Na razini EU-a, arbitražno rješavanje sporova ne smatra se izvansudskim rješavanjem sporova potrošača. Vidi t. 1.1.2. u Green paper on alternative dispute resolution in civil and commercial law, COM/2002/0196 final, Brussels, 19.04.2002., [http://www.europarl.europa.eu/registre/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2002/0196/COM_COM\(2002\)0196_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/registre/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2002/0196/COM_COM(2002)0196_EN.pdf) (29. lipnja 2014.). Objašnjenje takvom stajalištu jest da arbitraža predstavlja kvazi-sudsko rješavanje sporova jer se pravorijek postupkom priznanja po svojoj praznoj snazi izjednačava sa pravomoćnom sudskom presudom. Također, misao vodilja izvansudskih rješavanja sporova potrošača je osigurati postupke koji se provode izvan suda, a koji su brzi i jeftini, dok su troškovi kod institucionalnih ili *ad hoc* arbitražnih postupaka redovito visoki. Stoga je usvajanje arbitražnog rješavanja sporova između društva za upravljanje i ulagatelja hrvatskoga zakonodavca upitno iz perspektive cilja usvajanja izvanskudskog načina rješavanja sporova na koje poziva UCITS IV Direktive. Međutim, osiguravanje još jednog načina rješavanja sporova *per se* predstavlja napredak.

upravljanje, iako nema zapreke da navedene osobe ugovore arbitražno rješavanje sporova (u ugovoru o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda ili nakon što dođe do spora).

Članak 59. st. 1. ZOIFJP-a izrijekom određuje: „*Bez utjecaja na mogućnost rješavanja sporova pred sudom ili drugim nadležnim tijelom, društvo za upravljanje dužno je osigurati uvjete za izvansudsko rješavanje sporova, putem arbitraže, između društva za upravljanje i ulagatelja u UCITS fondove kojima društvo upravlja.*“ Riječ je o specifičnom arbitražnom ugovoru koji se u komparativnoj pravnoj literaturi uglavnom označava kao „*unilateral arbitration agreement*“.¹⁴¹⁷ On daje jednoj ugovornoj strani pravo da izabere hoće li pokrenuti postupak za rješavanje spora pred nacionalnim ili pred arbitražnim sudom.¹⁴¹⁸ Strana koja ima pravo izbora arbitraže kao medija za rješavanje sporova nalazi se u boljem položaju u odnosu na drugu stranu. Članak 59. st. 1. ZOIFJP-a ne uređuje izrijekom kojoj strani to pravo pripada. No, s obzirom na to da je arbitražno rješavanje sporova između ulagatelja i društva za upravljanje uvedeno kako bi se ulagateljima pružio još jedan način ostvarivanja njihovih prava, valja tumačiti da je pravo izbora dano ulagateljima UCITS fonda.

Ugovor o arbitraži između ulagatelja i društva za upravljanje mora biti u sastavljen u posebnoj pisanoj ispravi.¹⁴¹⁹ Također, zakonodavac traži od društva za upravljanje da buduće ulagatelje, dakle, prije sklapanja ugovora o ulaganju, upozna s načinom i postupkom rješavanja sporova pred arbitražom.¹⁴²⁰ Nije propisano pred kojim se tijelom ima provoditi arbitražni postupak, te može li se ugovoriti *ad hoc* ili institucionalna arbitraža, iako hrvatska društva za upravljanje mahom predviđaju institucionalnu arbitražu pri HGK-u.¹⁴²¹

¹⁴¹⁷ Koriste se još i nazivi „*asymmetric arbitration agreement*“, „*hybrid arbitration agreement*“, „*split arbitration agreement*“, „*nonmutual arbitration agreement*“. Korištenje ovakvih arbitražnih klauzula sve je češće u domeni potrošačkih sporova. Međutim, iako su takve arbitražne klauzule većinom priznate kao valjane, u nekim državama zabilježeni su slučajevi gdje se odbilo priznavanje takvih klauzula. To su primjerice Francuska, Rusija, Bugarska, Poljska, Kina i dr. Glavni argumenti usmjereni su na neravnopravnost stranaka, nepostojanje suglasnosti, nesavjesno postupanje i drugo. Draguiiev, D., Unilateral Jurisdiction Clauses: the Case for Invalidity, Severability or Enforceability, *Journal of International Arbitration*, 31(1), 2014., 19-45, str. 28 i dalje. Također, zabilježeni su i slučajevi pred američkim sudovima u kojima je odbijeno priznavanje takvih arbitražnih klauzula. Vidi Drahozal, C. R., Nonmutual Agreements to Arbitrate, *The Journal of Corporation Law*, 27, 2002., str. 542 i dalje. Naravno, hoće li arbitražna klauzula biti valjana ili ne, ne ovisi primarno o tipu, odnosno klasifikaciji klauzule, već o načinu na koji je sastavljena.

¹⁴¹⁸ Kao primjer takve karakterične arbitražne klauzule navodi se: „*Notwithstanding clause x above [in which the parties submit to the jurisdiction of a particular court], party A may, at its sole option, refer any Dispute to arbitration, as provided by clause y below [which provides the details of the arbitration, i.e. arbitral rules, number of arbitrators, seat of arbitration etc.]*“. Vidi u: Nesbitt, S., Quinlan, H., The Status and Operation of Unilateral or Optional Arbitration Clause, *Arbitration International*, 22 (1), 2006., str. 134.

¹⁴¹⁹ Čl. 59. st. 3. ZOIFJP. Također, tu ispravu moraju potpisati obje stranke, te u njoj „*ne smije biti drugih utanačenja osim onih koji se odnose na arbitražni postupak*“.

¹⁴²⁰ Čl. 59. st. 2. ZIF 12.

¹⁴²¹ Analizom prospekata i pravila hrvatskih društava za upravljanje UCITS fondovima, uočava se da se u slučaju arbitražnog rješavanja sporova između društva za upravljanje i ulagatelja mahom pozivaju na primjenu Pravilnika o arbitraži pri Stalnom izabranom sudištu Hrvatske gospodarske komore (NN 142/11).

Međutim, prema dosadašnjim saznanjima, hrvatska društva za upravljanje ne sklapaju ugovor o arbitraži s ulagateljima u posebnoj pisanoj ispravi, već se arbitraža spominje samo u prospektima UCITS fondova. Smatramo da je takva praksa nepravilna, te da će se društva za upravljanje morati po tom pitanju uskladiti s ZOIFJP-om.

Najveća zapreka široj primjeni arbitražnog rješavanja sporova između društva za upravljanje i ulagatelja ogleda se u visokim troškovima arbitražnog postupka. Rješavanje sporova s društvom za upravljanje u arbitražnom postupku moglo bi biti interesantno institucionalnim, tj. profesionalnim ulagateljima, posebice zbog bržeg i time učinkovitijeg rješavanja spora. Međutim, malim ulagateljima će troškovi arbitražnog postupka predstavljati veliku prepreku pri korištenju tog prava, bez obzira što arbitražni pravorijek ima snagu pravomoćne presude.

Smatramo da bi arbitražno rješavanje sporova između društva za upravljanje i ulagatelja svoj pravi smisao imalo ako bi depozitar bio ovlašten ostvarivati prava ulagatelja prema društvu za upravljanje, kao što je to ovlašten činiti pred nacionalnim sudovima temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a. Međutim, postavlja se pitanje ima li depozitar aktivnu legitimaciju za pokretanje arbitražnih postupaka radi ostvarivanja prava ulagatelja prema društvu za upravljanje.

Sukladno čl. 59. st. 3. ZOIFJP-a, ulagatelji sklapaju ugovor o arbitraži s društvom za upravljanje, koji temeljem navedenoga članka obuhvaća sporove između ulagatelja i društva za upravljanje „[...] koji je nastao ili bi mogao nastati iz ugovora koji je sklopljen s ulagateljem...“. Dakle, ugovor o arbitraži kojeg sklapaju ulagatelji i društvo za upravljanje obuhvaća sve sporove koji proizlaze iz ugovora o ulaganju.

Temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a depozitaru je dana aktivna legitimacija za ostvarivanje prava ulagatelja prema društvu za upravljanje kada ovaj povrjeđuje svoje obveze prema ulagateljima. Pri tomu se ne određuje ovlašćuje li se depozitara za pokretanje postupaka pred nacionalnim ili arbitražnim sudovima. ZOIFJP-om nije propisano hoće li se depozitar smatrati strankom ugovora o arbitraži na strani ulagatelja. Kako depozitar kada postavlja tužbene zahtjeve temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a to čini u svoje ime, valja ispitati je li to dovoljno za uspostavu nadležnosti arbitražnog suda.

U arbitražnom pravu vrlo se restriktivno tumači tko je stranka sklopljenog ugovora o arbitraži, te slijedom toga tko ima pravo pokretanja arbitražnog postupka.¹⁴²² Pokrene li

¹⁴²² Radi se o formalnoj i materijalnoj valjanosti arbitražnih sporazuma, u okviru čega se kao ključno pitanje postavlja jesu li stranke zaista pristale na arbitražu. Vidi Lew, J. D. M., Mistelis, L.A., Kröll, S. M., *Comparative International Commercial Arbitration*, Hague, 2003., str. 130 i dalje.

depozitar arbitražni postupak temeljeći svoje pravo na čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a, prvo pitanje koje će se postaviti pred arbitražnim sudom jest je li depozitar stranka ugovora o arbitraži iz čl. 59. ZOIFJP-a.¹⁴²³

Jasno je da depozitar temeljem čl. 59. ZOIFJP-a ne potpisuje ugovor o arbitraži, te stoga depozitar nije stranka potpisnica toga ugovora. Međutim, u arbitražnome pravu razvile su se doktrine o tome kada će se strankom ugovora o arbitraži ipak smatrati i osoba koja nije potpisala (*non-signatory party*).¹⁴²⁴ No, niti jedna od tih doktrina ne bi se mogla primijeniti na pravni odnos koji postoji između ulagatelja i depozitara.¹⁴²⁵

To ne sprječava da depozitar i društva za upravljanje sklope ugovor o arbitraži, koji bi arbitražnom rješavanju sporova podvrgnuo rješavanje sporova između depozitara kada on postavlja tužbene zahtjeve za ostvarenje prava ulagatelja protiv društva za upravljanje.

Valja istaknuti da se u pravnoj znanosti razmatra pitanje je li uopće potreban pristanak stranke potpisnice ugovora o arbitraži ako se stranka koja nije potpisnica poziva na ugovor o arbitraži (koji naravno obuhvaća nastali spor).¹⁴²⁶ Drugim riječima, bi li se tražio pristanak društva za upravljanje na arbitražno rješavanje spora kada bi se depozitar pozivao na ugovor o arbitraži sklopljen između ulagatelja i društva za upravljanje. Glavni argument na kojem se temelji shvaćanje da pristanak nije potreban jest da je stranka potpisnica već dala svoj pristanak da se određeni spor riješi arbitražom, te da je stoga opravdano obvezati tu stranku da se spor zaista i riješi arbitražom bez obzira na promjenu druge arbitražne stranke. Međutim, ovakav stav nije općeprihvaćen, te se smatra da većina sudova i nacionalnih u postupcima

¹⁴²³ To čini dio šireg pitanja – je li arbitražni sud nadležan za rješavanje dotičnog spora. U arbitražnome pravu razvila se, tzv. *competence-competence* doktrina prema kojoj je arbitražni sud isključivo nadležan da odlučuje o svojoj nadležnosti. Vidi u Tweeddale, A., Tweeddale, K., *Arbitration of Commercial Disputes*, International and English Law and Practice, Oxford, 2005., str. 171; Lew, J. D. M., Mistelis, L.A., Kröll, S. M., op. cit. u bilj. 1422., str. 332-333.

¹⁴²⁴ U komparativnoj pravnoj literaturi to se označava kao „*third parties and arbitration agreement*“, a treća osoba za koju se razmatra je li ipak stranka arbitražnog sporazuma, označava se još i kao „*non-signatory party*“.

¹⁴²⁵ Vodeća teorija prema kojoj se kao stranka arbitražnog sporazuma priznaje treća osoba, iako nije potpisnica istog, jest teorija zastupanja i očitog autoriteta (*agency and apparent authority*). Prema ovoj teoriji, osoba koja potpisuje arbitražni sporazum to radi kao zastupnik (komisionar, fiducijar i drugo), ali uvijek za račun treće osobe. U tom se smislu osoba za čiji je račun potpisnik arbitražnog sporazuma djelovao, javlja kao treća osoba kojoj bi se trebalo priznati položaj stranke arbitražnog sporazuma. Ova bi teorija bila primjenjiva na investicijski posao kada bi depozitar sklapao arbitražni sporazum s društvom za upravljanje za račun ulagatelja, te kada bi ulagatelji pokretali arbitražne sporove protiv društva za upravljanje pozivajući se na tako sklopljeni arbitražni sporazum. S obzirom na to da se radi o obrnutoj situaciji (ulagatelji sklapaju arbitražni sporazum, a depozitar bi se na njega mogao pozivati), ova je teorija neprihvatljiva jer nema temelja za pravnu konstrukciju da ulagatelji sklapaju arbitražne sporazume s društvom za upravljanje za račun depozitara! Od ostalih teorija, ističe se još i tzv. „*doctrine of group of companies*“. No, ova je teorija jasno neprimjenjiva s obzirom na to da se ne može govoriti o grupi društava, tj. o povezanim društvima u odnosu između ulagatelja i depozitara. O teorijama kojima se uspostavlja tzv. *third party arbitration agreement* vidi Brekoulakis, S. L., *Third Parties in International Commercial Arbitration*, Oxford, 2010., str. 27 i dalje. Također vidi Courtney, T., *Binding non-signatories to international arbitration agreements: raising fundamental concerns in the United States and abroad*, *Richmond Journal of Global Law and Business*, 8 (4), 2009., str. 585 i dalje.

¹⁴²⁶ Brekoulakis, S. L., op. cit. u bilj. 1425., str. 188.

priznanja i izvršenja i arbitražnih ne bi prihvatili ovo tumačenje.¹⁴²⁷ Slijedom navedenoga, valja zaključiti da depozitar nije ovlašten pokretati arbitražne postupke radi ostvarivanja prava prema društvu za upravljanje temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a.

Prethodno je izložena važnost prava i obveze depozitara da ostvaruje prava ulagatelja prema društvu za upravljanje temeljem čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a,¹⁴²⁸ te smatramo da će pravo ulagatelja na arbitražno rješavanje sporova s društvom za upravljanje zaživjeti tek kada se na to izrijeком овласти i depozitara po uzoru na čl. 224. st. 1. ZOIFJP-a. Smatramo da nema opravdanog razloga da se pored ulagatelja, ne ovlasti i depozitar da arbitražom ostvaruje prava ulagatelja prema društvu za upravljanje.

4.4.3. Uloga kompenzacijskih shema za ostvarivanje prava ulagatelja prema depozitaru *de lege ferenda*

Ulagatelji UCITS fondova imaju pravo zahtijevati naknadu štete od depozitara i društva za upravljanje kada je ovi počine povredom neke od svojih zakonskih ili ugovornih obveza. No, kao što je prikazano, ostvarivanje prava ulagatelja pred sudom ili arbitražom povezano je s brojnim poteškoćama, od složenih pravnih pitanja poput pitanja tko je aktivno legitimiran, kome se dosuđuje naknada štete (UCITS fondu ili ulagatelju) te problemi koji inače prate situacije u kojima se na aktivnoj strani pojavljuje više tužitelja, pa do vrlo praktičnih pitanja – tko će predujmivati troškove parničnog postupka. Upravo se iznimno visoki troškovi sudskih i arbitražnih postupaka, koji će vjerojatno iziskivati financijska vještačenja povezani s činjenicom da su tipični ulagatelji UCITS fondova uglavnom mali ulagatelji, mogu smatrati ključnom zaprekom pri ostvarivanju prava ulagatelja.

Stoga se postavlja pitanje postoji li još neki mehanizam zaštite koji bi ulagatelji UCITS fonda mogli iskoristiti protiv depozitara, a da pri tome izbjegnu vođenje parničnih postupaka. Neovisno o postojanju sustava građanskopravne odgovornosti za štetu, financijsko tržište je razvilo posebne mehanizme zaštite ulagatelja koje se nazivaju kompenzacijskim shemama. Te sheme upravo služe rješavanju određenih situacija koje se događaju ako financijski posrednik, odnosno osoba koja pruža investicijsku uslugu nije u stanju zbog unaprijed predviđenih razloga (osigurani slučaj) izvršiti svoju ugovornu obvezu prema korisniku te usluge. Korisnik usluge, odnosno oštećenik stječe u tom slučaju pravo na naknadu cijele ili dijela pretrpljene štete, ovisno o tome do koje visine su osigurane njegove tražbine.

¹⁴²⁷ Vidi primjerice u Hanotiau, B., Problems Raised by Complex Arbitrations Involving Multiple Contract-Parties-Issues, An Analysis, Journal of International Arbitration, 18 (3), 2001., str. 293.

¹⁴²⁸ Vidi u poglavlju 4.4.2.

Kompenzacijske sheme smatraju se jednom od ključnih zakonodavnih tehnika kojima se nastoji povećati zaštita ulagatelja (svih investicijskih usluga, ne samo UCITS fondova) na tržištu kapitala.¹⁴²⁹ Najprije su nastale u bankarskom sektoru, gdje je najpoznatija kompenzacijska shema sustav osiguranja depozita u okviru kreditnih institucija (*deposit-guarantee schemes*). U hrvatskome je pravu uspostavljena ZOD-om,¹⁴³⁰ a „...radi zaštite depozita građana u slučaju pokretanja stečajnog postupka nad bankom“.¹⁴³¹ Nakon bankarskog sustava, kompenzacijske sheme su se proširile i na tržište kapitala. Kompenzacijske sheme svojstvene tržištu kapitala prisutne su još od 1997. godine i kao takve sadrže javnopravne (primjerice zakonom propisano obvezatno članstvo, organizacija kompenzacijske sheme) i privatnopravne elemente (uglavnom ih financiraju privatni subjekti).¹⁴³²

Za ulagatelje koji su korisnici investicijskih usluga na tržištu kapitala EU-a ključna je Direktiva 97/9/EZ o kompenzacijskim shemama za ulagatelje (*investor compensation scheme*),¹⁴³³ kojom je uspostavljena kompenzacijska shema kako bi se zaštitili mali ulagatelji i održalo povjerenje u EU tržište kapitala.¹⁴³⁴ Rješenja Direktive 97/9/EZ implementirana su u hrvatsko pravo 2008. godine kada je donesen ZTK koji je uspostavio, tzv. Fond za zaštitu ulagatelja u čl. 222.-246. ZTK-a.¹⁴³⁵ Operater Fonda za zaštitu ulagatelja jest SKDD.¹⁴³⁶

¹⁴²⁹ Vidi Burke, J. J. A., Re-Examining Investor Protection in European and the US, eLaw Journal, 16 (2), 2009., str. 10. Autor navodi da se ostale zakonodavne tehnike, koje su većinom obrađene na odgovarajućim mjestima ove knjige, mogu podijeliti na: obveze otkrivanja podataka (*information disclosure*); izravno reguliranje institucija na tržištu kapitala, investicijskih društava, uređenog tržišta i drugih subjekata na tržištu kapitala; sprječavanje prijevornih ponašanja; uređenje privatnopravnih odnosa, te sankcije za povrede i njihovo izvršenje.

¹⁴³⁰ Time je implementirana Direktiva 94/19/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 30. svibnja 1994. o sustavima osiguranja depozita, SL L 135, 31/05/1994, str. 5–14. U postupku je njezina izmjena.

¹⁴³¹ Čl. 1. st. 1. ZOD-a. Vidi o tome u Markovinović, H., Osiguranje depozita – uređenje *de lege lata* i perspektive, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 61 (2), 2011. Hrvatski zakonodavac time je implementirao rješenja Direktive 94/19/EZ.

¹⁴³² Smith, D. K., Regulating Investment Risk: Individuals and the Global Financial Crisis, University of New South Wales Law Journal, 32 (2), 2009., str. 542.

¹⁴³³ Direktiva 97/9/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 3. ožujka 1997. o sustavima naknada štete za investitore, SL L 84, 26.03.1997, str. 22–31. Terminološka napomena - u tekstu ćemo se koristiti terminom „kompenzacijske sheme ulagatelja“, jer smatramo da je taj termin prikladniji. Direktiva 97/9/EZ jedna je od direktiva kojima se na razini EU-a nastojala postići viša razina zaštite ulagatelja i povećati povjerenje ulagatelja u EU tržište kapitala. Vidi pregledno u Moloney, N., Confidence and competence: the conundrum of EC capital markets law, Journal of Corporate Law Studies, 4 (1), 2004., str. 2 i dalje.

¹⁴³⁴ Wessel-Aas, N. M., Directive on Investor Compensation Schemes, European Business Law Review, 10 (2), 1999., str. 103. Radi se o direktivi minimalne harmonizacije, što znači da države članice mogu propisati višu, ali nikako i manju razinu zaštite ulagatelja od razine određene u direktivi.

¹⁴³⁵ Uređenje Fonda za zaštitu ulagatelja ostalo je gotovo neizmijenjeno do danas, osim manje značajnih izmjena u noveli ZTK-a iz 2003. godine, NN 54/03. O značajkama Fonda za zaštitu ulagatelja vidi pregledno: Derenčinović Ruk, M., Fond za zaštitu ulagatelja u Republici Hrvatskoj, Pravo u gospodarstvu, 51 (2), 2012.

¹⁴³⁶ HANFA je 18. lipnja 2009. donijela Rješenje kojim je izdala SKDD-u na neodređeno vrijeme odobrenje za obavljanje poslova Fonda za zaštitu ulagatelja (NN 81/09). O aktivnostima Fonda za zaštitu ulagatelja vidi na internet stranicama SKDD-a, Fond za zaštitu ulagatelja, <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:78:0::NO::> (26. svibnja 2014.).

Tražbine klijenata, odnosno ulagatelja osigurane su do iznosa od 150,000 kuna po klijentu.¹⁴³⁷ Tako su kompenzacijske sheme svojevrsni „*safety net*“ za ulagatelje.¹⁴³⁸

Međutim, ulagatelji u UCITS fondove izrijekom su isključeni od primjene Direktive 97/9/EZ.¹⁴³⁹ Odredbe ZTK-a o Fondu za zaštitu ulagatelja slijede to rješenje. Ulagatelji UCITS fondova ne smatraju se klijentima članova Fonda za zaštitu ulagatelja,¹⁴⁴⁰ a društva za upravljanje kada pružaju usluge upravljanja UCITS fondovima nisu članovi Fonda za zaštitu ulagatelja. Za razliku, ako društva za upravljanje pružaju uslugu individualnog upravljanja portfeljom i/ili investicijskog savjetovanja, tada jesu članovi Fonda za zaštitu ulagatelja.¹⁴⁴¹ Kreditne institucije koje su ujedno i depozitari UCITS fondova u pravilu su članovi Fonda za zaštitu ulagatelja, ali ne zbog svog svojstva depozitara UCITS fonda već zbog toga što kao kreditne institucije pružaju usluge (primjerice skrbništva nad financijskim instrumentima i drugo) čiji su korisnici obuhvaćeni sustavom zaštite ulagatelja iz ZTK-a.¹⁴⁴² Međutim, s

¹⁴³⁷ Čl. 227. st. 1. ZTK. To odgovara rješenju čl. 4. st. 1. Direktive 97/9/EZ koja određuje osiguranu svotu ulagatelja do iznosa od 20.000 eura. Određivanje visine iznosa do kojega je osigurana tražbina ulagatelja jedno je od težih pitanja u okviru sustava kompenzacijske sheme iz Direktive 97/9/EZ, te se pojavljuje kao prijetno pitanje u okviru revizije Direktive 97/9/EZ, što je analizirano u nastavku.

¹⁴³⁸ Wessel-Aas, N. M., op. cit. u bilj. 1434., str. 107 i dalje. Unatoč toj prednosti, uočeni su i određeni nedostaci, među kojima se ističe, tzv. „*moral hazard problem*“. Tim su pojmom označeni strahovi da će postojanje kompenzacijskih shema učiniti ulagatelje manje opreznima pri donošenju investicijskih odluka, jer će znati da su njihovi eventualni gubici osigurani do određenog iznosa. Isti argument upućuje se i za subjekte koji pružaju investicijske usluge, a obuhvaćeni su kompenzacijskim shemama (investicijska društva i kreditne institucije koje pružaju investicijske usluge). Naime, izraženi su strahovi da će takvi subjekti biti skloniji poduzimanju rizičnijih ulaganja za svoje klijente, jer znaju da ako više i ne mogu ispunjavati svoje obveze prema klijentima, tražbine klijenata će biti ispunjene (makar djelomično) iz kompenzacijskih shema, a ne iz njihove imovine (nad kojom je u pravilu otvoren stečajni postupak, s obzirom na to da je to primarni razlog kada se kompenzacijska shema „aktivira“ prema Direktivi 97/9/EZ). Sljedeći nedostatak, ili kritika kompenzacijskim shemama, jest da umjesto da ono investicijsko društvo koje je uzrokovalo štetu, odnosno koje više ne može ispunjavati svoje obveze prema klijentima, ispuni tražbine svojih klijenata-ulagatelja, te obveze moraju ispunjavati drugi, tj. subjekti koji su članovi kompenzacijske sheme. S obzirom na to da je članstvo obvezujuće, jasno je da investicijska društva koja posluju uspješno zadiru od situacije da se iz zajedničkih sredstva, tj. iz kompenzacijske sheme podmiruju obveze drugog, očito neuspješnog investicijskog društva. Unatoč navedenim kritikama, pri donošenju Direktive 97/9/EZ pobijedio je argument da uvođenjem kompenzacijskih shema ulagatelji dobivaju razvijen sustav zaštite, koji bi ulagatelje trebao potaknuti na ulaganja u EU tržište kapitala.

¹⁴³⁹ Razlog tomu je što UCITS fondovi ne spadaju pod investicijske usluge MiFID-a. U Aneksu I Direktive 97/9/EZ kao klijenti izrijekom su isključeni „*collective-investment undertakings*“, u koje spadaju i UCITS fondovi. S obzirom na to da se prema hrvatskomu pravu UCITS fondovi mogu osnivati samo kao fondovi bez pravne osobnosti, to znači da UCITS fond ne bi nikada niti mogao biti klijent kompenzacijske sheme jer nema pravni subjektivitet. Samo ulagatelji UCITS fonda mogli bi biti klijenti kompenzacijske sheme, s obzirom na to da su ulagatelji suovlaštenici na stvarima, pravima i tražbinama koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini UCITS fonda. Stoga navedeno isključenje iz Aneksa I Direktive 97/9/EZ treba tumačiti kao isključenje ulagatelja UCITS fondova iz kompenzacijske sheme uspostavljene tom direktivom.

¹⁴⁴⁰ Čl. 228. st. 2. t. 5. ZTK-a izrijekom propisuje da se klijentima Fonda za zaštitu ulagatelja neće smatrati subjekti za zajednička ulaganja.

¹⁴⁴¹ Prema čl. 236. st. 1. ZTK-a koji upućuje na primjenu čl. 223. ZTK-a, društva za upravljanje UCITS fondovima članovi su Fonda za zaštitu ulagatelja samo u slučajevima kada pružaju investicijske usluge iz čl. 5. st. 1. t. 4. ZTK-a, što se odnosi na upravljanje individualnim portfeljom, i iz čl. 5 st. 1 t. 5 ZTK-a, što se odnosi na investicijsko savjetovanje (čl. 223. st. 2. ZTK). Dakle, kada društvo za upravljanje samo upravlja UCITS fondom, što je njegova primarna djelatnost, neće se smatrati članom Fonda za zaštitu ulagatelja.

¹⁴⁴² Prema čl. 236. st. 1. ZTK-a koji upućuje na primjenu čl. 22.3 ZTK-a, kreditna institucija koja pruža investicijske usluge iz čl. 5. st. 1. i čl. 5. st. 2. t. 1. (pohrana i administriranje financijskih instrumenata za račun

obzirom na to da se ulagatelji UCITS fonda ne smatraju klijentima kreditnih institucija u okviru kompenzacijske sheme iz ZTK-a, ne bi se mogli pozivati na prava iz Fonda za zaštitu ulagatelja prema depozitarima UCITS fondova.

Prednost koju bi kompenzacijske sheme imale i za ulagatelje UCITS fondova prepoznata je na razini EU-a, te ih se u Prijedlogu za izmjenu Direktive 97/9/EZ¹⁴⁴³ izrijekom želi uključiti u sustav zaštite ulagatelja.¹⁴⁴⁴ Tako bi kompenzacijska shema iz Direktive 97/9/EZ obuhvaćala i ulagatelje UCITS fondova, a aktivirala bi se nastupom dvaju osiguranih slučajeva, ovisno o tomu koji je nastupio prije. Prvi bi slučaj bio ako bi nadležno tijelo utvrdilo da depozitar ili treća osoba kojoj je povjerena (poddepozitar) imovina UCITS fonda, ne može ispuniti svoje obveze prema UCITS fondu iz razloga izravno povezanih s njegovom financijskom situacijom, a nije izgledno da će se te okolnosti u dogledno vrijeme promijeniti.¹⁴⁴⁵ Drugi bi slučaj bio ako bi tijelo sudske vlasti donijelo odluku, iz razloga povezanih s financijskom situacijom depozitara ili treće osobe kojoj je povjerena imovina UCITS fonda, koja bi imala učinak nemogućnosti ostvarenja prava ulagatelja UCITS fonda prema depozitaru ili trećoj osobi (poddepozitaru).¹⁴⁴⁶ Time bi se nadoknadio gubitak vrijednosti udjela UCITS fonda do kojeg je došlo jer depozitar ili treća osoba (poddepozitar) nisu sposobni isplatiti novčana sredstva koja pripadaju UCITS fondu i koja su držali za račun UCITS fonda i/ili ako nisu sposobni vratiti financijske instrumente UCITS fonda koje su pohranjivali ili administrirali za račun UCITS fonda.¹⁴⁴⁷

U Prijedlogu za izmjenu Direktive 97/9/EZ, značajno se povisuje osigurani iznos po pojedinom ulagatelju. Umjesto prijašnjih 20.000,00 eura po ulagatelju, Europska komisija predlaže iznos od čak 50.000,00 eura po svakom ulagatelju.¹⁴⁴⁸ To bi značilo da bi svaki ulagatelj UCITS fonda bio osiguran do iznosa od 50.000,00 eura ako depozitar ili poddepozitar više nisu sposobni ispunjavati svoje obveze prema UCITS fondu. Pitanje određivanja visine iznosa osiguranja tražbine ulagatelja jedno je od glavnih prijemnih pitanja

klijenata, uključujući i poslove skrbništva) ZTK-a, obvezna je biti članicom Fonda za zaštitu ulagatelja (čl. 223. st. 1. t. 2. ZTK).

¹⁴⁴³ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council on investor-compensation schemes, COM (2010) 371 final, 12. 7. 2010., Brussels, (dalje u tekstu: Prijedlog za izmjenu Direktive 97/9/EZ).

¹⁴⁴⁴ Vidi čl. 2.b Prijedloga za izmjenu Direktive 97/9/EZ. O tomu vidi i u Čulinović-Herc, E., op. cit. u bilj. 458., str. 181.

¹⁴⁴⁵ Vidi čl. 2.b.a Prijedloga za izmjenu u Direktive 97/9/EZ. U istome je članku predloženo da će države članice biti dužne osigurati da nadležna tijela utvrde nastanak okolnosti iz predloženog čl. 2.b.a čim je to prije moguće, a u svakom slučaju u roku od tri mjeseca nakon što su upoznati s okolnošću da depozitar ili treća osoba (poddepozitar) nisu ispunili svoje obveze prema UCITS fondu.

¹⁴⁴⁶ Vidi čl. 2.b.b Prijedloga za izmjenu Direktive 97/9/EZ.

¹⁴⁴⁷ Vidi čl. 2.c Prijedloga za izmjenu Direktive 97/9/EZ.

¹⁴⁴⁸ Vidi čl. 4.a Prijedloga za izmjenu Direktive 97/9/EZ.

vezano uz izmjenu Direktive 97/9/EZ, te razlog što još nije usvojena. U okviru rasprave o tom pitanju, ističemo prijedlog Odbora za ekonomsku i monetarnu politiku koji predlaže iznos osigurane svote na čak 100,000 eura po ulagatelju, s obrazloženjem da je to u skladu s politikom EU-a za zaštitu potrošača.¹⁴⁴⁹

Valja napomenuti da se Direktivom 97/9/EZ ne štite ulagatelji od gubitaka do kojih je došlo do kretanja na tržištu kapitala, već samo kada ovlašteni financijski posrednici koji pružaju investicijske usluge, a obuhvaćeni su kompenzacijskom shemom ne mogu ispunjavati obveze prema svojim klijentima - ulagateljima, što je usvojeno i rješenjima ZTK-a.¹⁴⁵⁰ Usvoji li se Prijedlog za izmjenu Direktive 97/9/EZ, ulagatelji dakle, ne bi imali pravo na isplatu osigurane svote iz kompenzacijske sheme ako bi došlo do smanjenja vrijednosti udjela UCITS fonda zbog kretanja na tržištu kapitala. Također, to pravo ne bi imali niti ako je došlo do smanjenja vrijednosti udjela UCITS fonda zbog povrede depozitara ili poddepozitara, pod uvjetom da su ti subjekti i dalje sposobni ispunjavati svoje obveze prema UCITS fondu, odnosno prema ulagateljima. U tim bi slučajevima ulagatelji i dalje trebali zahtijevati privatnopravno prisilno ostvarenje svojih povrijeđenih prava od depozitara ili poddepozitara.

Iznimno je važno da ulagatelji ne trebaju pokretati postupke za naknadu iz kompenzacijske sheme, već to radi tijelo unutar same kompenzacijske sheme kada se za to ispune određeni uvjeti.¹⁴⁵¹ Također, članovi (investicijska društva i kreditne institucije kada pružaju investicijske usluge) nemaju utjecaja na postupak isplate ulagatelja iz kompenzacijskih shemi.¹⁴⁵²

¹⁴⁴⁹ Vidi prijedlog (amendment) br. 5. u Committee on Economic and Monetary Affairs, Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council on investor-compensation schemes (COM(2010)0371 – C7-0174/2010 – 2010/0199(COD)).

¹⁴⁵⁰ Vidi čl. 231. st. 1. ZTK-a koji poziva na primjenu čl. 224. st. 1. ZTK-a. Prema čl. 224. st. 1. ZTK-a, član Fonda za zaštitu ulagatelja nije u mogućnosti ispuniti svoju obvezu ako je nad članom otvoren stečajni postupak, ili ako HANFA utvrdi da je kod člana nastupila nemogućnost ispunjavanja obveza. Pri tomu se pod obvezama smatra obveza člana da isplati novčana sredstva i/ili vrati financijske instrumente koje je držao za račun klijenta (i koji pripadaju klijentu), administrirao ili s njima upravljao, a nije izgledno da će se te okolnosti u dogledno vrijeme bitno promijeniti (čl. 224. st. 1. ZTK). U slučaju stečaja člana fonda, nadležni sud je dužan, bez odgode, rješenje o otvaranju stečajnog postupka nad članom fonda, dostaviti HANFI i Operateru Fonda za zaštitu ulagatelja (čl. 231. st. 1. ZTK). Temeljem tako dostavljenog rješenja nadležnog suda, kao i ako HANFA utvrdi da je kod člana nastupila nemogućnost ispunjavanja obveza, HANFA donosi rješenje o nastanku osiguranog slučaja te ga bez odgode dostavlja Operateru fonda i članu fonda koji nije u mogućnosti ispuniti svoje obveze (čl. 231. st. 2. ZTK). Rješenje HANFE objavljuje se u Narodnim novinama i na internetskim stranicama HANFE (čl. 231. st. 3. ZTK).

¹⁴⁵¹ Prema čl. 232. st. 1. ZTK-u, postupak obeštećenja ulagatelja iz Fonda za zaštitu ulagatelja pokreće Operater fonda, i to nakon što je nastupio osigurani slučaj iz čl. 231. ZTK-a.

¹⁴⁵² Tako i Wessel-Aas, N. M., op. cit. u bilj. 1434., str. 114.

Kompenzacijska shema iz Direktive 97/9/EZ ne zamjenjuje građanskopravnu odgovornost subjekata koji su njezini članovi.¹⁴⁵³ Ona se aktivira kada njezini članovi više ne mogu ispunjavati svoje obveze prema ulagateljima. U pravilu će se raditi ako članovi padnu u stečaj ili je temeljem drugog akta javnopravnog tijela izgledno da neće moći podmirivati svoje obveze prema klijentima - ulagateljima u dogledno vrijeme.¹⁴⁵⁴ Jasno je da članovi kompenzacijske sheme mogu pasti pod stečaj i bez da su pri obavljanju investicijskih usluga povrijedili prava ulagatelja. Stoga pravo ulagatelja na isplatu osiguranog iznosa njihova ulaganja neće ovisiti o tome jesu li članovi ujedno i odgovorni ulagateljima za povredu svojih obveza. U tom smislu prava koja ulagateljima pripadaju iz kompenzacijskih shema ne mogu biti supstitut građanskopravne odgovornosti za štetu.

Ipak, zamisliv je slučaj da su članovi kompenzacijske sheme ujedno povrijedili prava ulagatelja i da se nad njima otvorio stečaj ili je nastao drugi razlog zbog kojega više ne mogu podmirivati svoje obveze prema ulagateljima. Aktivira li se kompenzacijska shema u tom slučaju, smatramo da će tada dio isplaćenoga (do visine osiguranog iznosa) ujedno biti i dio naknade štete koja je nastala ulagateljima.¹⁴⁵⁵ Svakako bi za ulagatelje bilo idealno kada bi se iz kompenzacijske sheme naplatilo cijelo njihovo potraživanje prema odgovornom subjektu. Pri tome će se raditi o stvarnoj šteti, ali u ograničenom opsegu naknade štete, jer će im se isplatiti iznos uloženog, ali samo do visine zakonom određenog osiguranog iznosa po klijentu. U slučaju ako je ulagatelju nastala veća šteta od osiguranog iznosa, to ne utječe na njegovo pravo da razliku potražuju od odgovornih subjekata. Međutim, kako će aktivacija kompenzacijske sheme u pravilu značiti da je odgovorni subjekt – depozitar ili poddepozitar pao u stečaj, otvaraju se brojna pitanja, počevši od toga tko je aktivno legitimiran postavljati te zahtjeve u stečajnom postupku depozitara (posebice ako društvo za upravljanje ne pronade novog depozitara, te UCITS fond ode u likvidaciju). Time se značajno komplicira položaj ulagatelja pri ostvarenju njegovih prava na naknadu štete od depozitara.

Možemo zaključiti da kompenzacijske sheme mogu imati veliki značaj za zaštitu ulagatelja na tržištu kapitala. Smatramo da bi se uključivanjem ulagatelja UCITS fondova u postojeću kompenzacijsku shemu iz Direktive 97/9/EZ (a time i u kompenzacijsku shemu iz ZTK-a), značajno poboljšao njihov položaj prema depozitaru i poddepozitaru UCITS fonda kada više ne bi mogli podmirivati svoje obveze. Iz prethodne analize, ističu se sljedeće

¹⁴⁵³ Vidi čl. 1. st. 1. Direktive 97/9/EZ koji objašnjava koji subjekti spadaju pod pojam „investment firm“, i time potpadaju pod opseg primjene ove direktive.

¹⁴⁵⁴ Vidi čl. 2. st. 2. Direktive 97/9/EZ. Također, vidi čl. 231. st. 1. ZTK-a koji poziva na primjenu čl. 224. st. 1. ZTK-a.

¹⁴⁵⁵ To potvrđuje i rješenje čl. 235. st. 1. ZTK-a koji predviđa: „*Danom isplate osiguranog iznosa iz članka 227. ovog Zakona tražbina klijenta prema Članu Fonda umanjuje se za isplaćeni iznos.*“

prednosti za ulagatelje. Prvo, riješilo bi se pitanje parnica u kojima bi ulagatelji tužili depozitara za povrat novčanih sredstava ili financijskih instrumenata UCITS fonda, ako bi nastupio osigurani slučaj (pod uvjetom da osigurani slučaj odgovora visini pretrpljene štete ulagatelja). Drugo, ulagatelji ne bi trebali snositi troškove postupka isplate iz kompenzacijskih shema, s obzirom na to da se troškovi postupka financiraju iz sredstava Fonda za zaštitu ulagatelja (čl. 244. st. 4. ZTK). Treće, ulagatelji bi mogli u znatno kraćem roku dobiti (dio) naknade izgubljenoga (ovisno o visini uloženoga i iznosu osigurane tražbine). Četvrto, tražbina ulagatelja prema depozitaru bila bi osigurana do visine propisane zakonom (150.000 kuna prema čl. 227. st. 1. ZTK-a, a usvoji li se Prijedlog za izmjenu Direktive 97/9/EZ čak 50.000,00 eura ili više).

U okviru financijskoga skandala Madoff, europski ulagatelji su se, prepoznavši opisane koristi kompenzacijskih shema, pokušali prijaviti u američku kompenzacijsku shemu – SIPC.¹⁴⁵⁶ Iako su odbijeni, jer nisu zadovoljili kriterij klijenta (ulagatelji nisu ulagali izravno, već u *feeder* fondove koji su potom ulagali u insolventno investicijsko društvo - BLMIS),¹⁴⁵⁷ to jasno govori da su kompenzacijske sheme prepoznate kao koristan mehanizam za ostvarivanje prava ulagatelja kada odgovorni subjekti više ne mogu podmirivati svoje obveze.

Stoga se *de lege ferenda* zalažemo za uključivanje ulagatelja UCITS fondova u sustav Fonda za zaštitu ulagatelja iz ZTK-a. Povrijedi li depozitar ili poddepozitar svoje obveze prema ulagateljima UCITS fonda, ali su i dalje sposobni ispunjavati svoje obveze prema UCITS fondu, ulagateljima tada jedino preostaje ostvarivanje svojih prava prema depozitaru/poddepozitaru u parničnom postupku.

¹⁴⁵⁶ Američki ekvivalent kompenzacijskim shemama ulagatelja koje su uspostavljene Direktivom 97/9/EZ jest, tzv. SIPC (*Securities Investor Protection Corporation*). Vidi Burke, J. J. A., op. cit. u bilj. 1429., str. 16.

¹⁴⁵⁷ Vidi razradu u Čulinović-Herc, E., Grković, N., u Garašić, J. (ur.), op. cit. u bilj. 1023., str. 259 i dalje. O ulozi SIPC-a u slučajevima Madoff i Lehman Brothers vidi Bowen, S. Y., *Five Years Later: A Perspective on SIPC and the Financial Crisis*, <http://www.sipc.org/> (23. 5. 2014.). Vidi također i u Čulinović-Herc, E., op. cit. u bilj. 458., str. 174. Ističemo i kompenzacijsku shemu u Velikoj Britaniji – FSCS (*Financial Services Compensation Scheme*), koja je također imala ulogu pri kompenzaciji gubitaka ulagatelja povodom Lehman slučaja. Vidi Kulms, R., *Lehman's Spill-over Effects: Cooperation v. Regulatory Arbitrage*, *Peking University Journal of Legal Studies*, 3, 2011., str. 18 i dalje.

5. ZAKLJUČCI

UCITS fondovi predstavljaju vrlo uspješan financijski proizvod EU zakonodavca, koji je primarno namijenjen malim ulagateljima. O njihovom uspjehu jasno govori činjenica da se više od 70 % imovine uložene u fondove na razini EU-a nalazi u UCITS fondovima. UCITS fondovi predstavljaju dominantan oblik ulaganja i na hrvatskome tržištu kapitala. Upravo zbog njihove visoke zastupljenosti u tržišnoj strukturi investicijskih fondova, valjalo je istražiti pravni položaj u kojem se nalazi ulagatelj UCITS fondova.

Cilj je ovog istraživanja bio utvrditi položaj depozitara UCITS fondova, kao i mehanizme zaštite koje ulagatelji imaju na raspolaganju prema depozitaru i društvu za upravljanje, te odrediti nedostatke *de lege lata* rješenja radi poboljšanja položaja ulagatelja UCITS fonda.

Početak pravnog uređenja UCITS fondova na razini EU-a datira iz 1985. godine, kada je donesena UCITS I Direktiva, a trenutno je na snazi UCITS V Direktiva. Pravni okvir za UCITS fondove u Republici Hrvatskoj stvoren je 1995. godine, kada je donesen prvi zakon (ZIF 95). Od tada se zakonsko uređenje UCITS fondova u Republici Hrvatskoj značajno izmijenilo 2005. godine donošenjem ZIF-a 05, kojim su prihvaćene UCITS III direktive, da bi u srpnju 2013. godine stupio na snagu novi zakon (ZOIFJP) koji je usvojio rješenja UCITS IV Direktive. U njemu su također, usvojena i neka rješenja koja su u vrijeme izradbe ZOIFJP-a bila sadržana u prijedlogu UCITS V Direktive.

Razlozi donošenja UCITS V Direktive odraz su nastojanja da se malim ulagateljima vrati povjerenje u UCITS fondove nakon izbijanja financijske krize iz 2008. godine. Do gubitka povjerenja došlo je i zbog nastupa financijskih skandala poput Madoffa (u domeni UCITS fondova) i Lehman Brothers (u domeni AIF-ova), koji su u prvi plan stavili pitanje odgovornosti depozitara. Zbog toga se u UCITS V Direktivi velika pozornost posvećuje detaljnom uređenju poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda koje obavlja depozitar. Najveća promjena sastoji se u uvođenju strožeg, objektivnog režima odgovornosti depozitara u slučaju gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda koje je dužan držati u skrbništvu. S obzirom na to da je na tržištu kapitala uobičajeno držanje financijskih instrumenata u skrbništvu lokalnih skrbnika (posebice ako je riječ o financijskim instrumentima inozemnih izdavatelja), gubitak financijskih instrumenata pojavljuje se kao specifičan rizik kada se posao skrbništva delegira trećim osobama koje se, u pravilu, nalaze u inozemstvu.

Iako će radi usklađivanja s UCITS V Direktivom biti potrebno izmijeniti ZOIFJP, sadržana rješenja ZOIFJP-a možemo okarakterizirati kao značajan napredak u pravnom

uređenju UCITS fondova, jer se po prvi puta pokušalo izriječkom urediti pravnu narav odnosa koji postoje između ulagatelja, društva za upravljanje i depozitara.

Društvo za upravljanje, depozitar i ulagatelji tri su sudionika, tzv. investicijskog trokuta. Dinamika privatnopravnih odnosa UCITS fondova upravo se zasniva na međuigri tih subjekata. Društvo za upravljanje osniva UCITS fondove, a da bi do osnivanja UCITS fonda uopće došlo, potrebno je da društvo za upravljanje sklopi ugovor o obavljanju poslova pohrane s depozitarom. Ulagatelji ulaze u investicijski posao sklapanjem ugovora o ulaganju s društvom za upravljanje. U tom se ugovoru društvo za upravljanje obvezuje upravljati zasebnom imovinom UCITS fonda u skladu s odredbama ZOIFJP-a, prospekta i pravila UCITS fonda. Ulagatelj(i) i depozitar nisu u ugovornom odnosu, iako je razlog uvođenja depozitara UCITS fonda u ovaj posao upravo veća zaštita ulagatelja, koja se oživotvoruje kroz niz tehničkih i kontrolnih funkcija koje depozitar ima prema društvu za upravljanje.

Depozitar UCITS fondova ima iznimno važnu ulogu pohrane zasebne imovine UCITS fonda, te ako izgubi zasebnu imovinu UCITS fonda ili ako nepravilno obavlja poslove pohrane može ozbiljno ugroziti sigurnost investicijskog posla, a time i dovesti u pitanje položaj ulagatelja. Pravilno obavljanje depozitarnih funkcija jedan je od ključnih uvjeta za postizanje pravne sigurnosti ulagatelja. Nastanu li nepravilnosti pri obavljanju tih zadaća koje rezultiraju štetom po ulagatelje, zbog protupravnih radnji depozitara, postavlja se pitanje kriterija depozitareve odgovornosti te pitanje mogu li i na koji način ulagatelji (i pred kojim tijelom) zahtijevati zaštitu svojih povrijeđenih prava. Investicijski posao često prate i ugovori o delegaciji kojima depozitar i društvo za upravljanje delegiraju svoje funkcije trećim osobama. Uvođenje trećih osoba u taj posao pored inicijalnih sudionika investicijskog trokuta čini sagledavanje pravnog položaja ulagatelja još složenijim u pogledu supstancijalnog prava i u pogledu ovlasti za podnošenje tužbe radi ostvarenja sudske zaštite.

Prva hipoteza polazi od toga da je depozitar uključen u investicijski posao primarno radi zaštite interesa ulagatelja. To je svakako proklamirani cilj UCITS direktiva, koji je izriječkom naveden i u ZOIFJP-u obvezom depozitara da djeluje u isključivom interesu ulagatelja. U okviru investicijskog trokuta to se nadalje ostvaruje načelom podjele funkcija društva za upravljanje i depozitara, kao i načelom odvojenosti imovine UCITS fonda od imovine društva za upravljanje kao i od imovine depozitara. Poslovi između društva za upravljanje i depozitara podijeljeni su na način da društvo za upravljanje upravlja UCITS fondom, a depozitar administrira i pohranjuje zasebnu imovinu UCITS fonda. Upravo to odvajanje funkcija tvori osnovu za zaštitu ulagatelja UCITS fondova. Ono se dosljedno provodi i pri delegaciji poslova na koju su oboje ovlašteni, tako da je društvu za upravljanje zabranjeno delegirati

poslove na treću osobu na koju je depozitar delegirao svoje poslove. Time se sprječava da se u trećoj osobi spoje funkcije depozitara i društva za upravljanje, što bi rezultiralo zaobilaženjem načela podjele poslova i u konačnici znatno utjecalo na smanjenje razine zaštite ulagatelja UCITS fonda.

Uloga depozitara da pohranjuje zasebnu imovinu UCITS fonda ključna je za dosljednu provedbu načela prema kojem se imovina UCITS fonda treba držati odvojeno od imovine društva za upravljanje. Neprimjena ovoga načela značila bi da bi vjerovnici društva za upravljanje mogli upravitelji zahtjeve za namirenje svojih tražbina i u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda. Načelo odvojenosti zasebne imovine UCITS fonda jednako se primjenjuje i u odnosu na imovinu depozitara, i to temeljem izričite zakonske odredbe. Depozitar nema ovlast upravljanja zasebnom imovinom UCITS fonda, niti se prema ZOIFJP-u njegovi vjerovnici mogu namiriti na toj imovini. Na taj način uravnotežuje se položaj ulagatelja i prema depozitaru.

Okolnost da depozitar pohranjuje zasebnu imovinu UCITS fonda daje mu jedinstveni položaj kontrole nad raspolaganjima tom imovinom. Ulagatelji koji povjeravaju svoj novac (i iznimno financijske instrumente) društvu za upravljanje da ga ono, koristeći svoja stručna znanja dalje ulaže u skladu s investicijskom politikom UCITS fonda, nisu u mogućnosti zbog nedostatka stručnog znanja i nepoznavanja tržišnih prilika nadzirati kako njime raspolaže društvo za upravljanje. Uvođenjem depozitara u investicijski posao ta se neravnoteža položaja između ulagatelja i društva za upravljanje ispravlja dodjelom posebnih kontrolnih ovlasti depozitaru koji vodi računa da društvo za upravljanje raspolaže zasebnom imovinom UCITS fonda u skladu sa zakonom, prospektom i pravilima UCITS fonda. Od drugih kontrolnih ovlasti depozitara ističu se kontrola nad izračunom neto vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda, kontrola da se prihodi i troškovi UCITS fonda koriste u skladu s odredbama ZOIFJP-a i prospektom UCITS fonda, kontrola nad izdavanjem i otkupom udjela UCITS fondova i drugo.

Slijedom navedenoga, zaključujemo da se mnogim zakonskim odredbama potvrđuje teza da je depozitar uključen u investicijski posao primarno radi zaštite interesa ulagatelja.

Druga hipoteza jest da depozitar u praksi ne štiti dovoljno učinkovito interese ulagatelja, i to zbog sukoba interesa između depozitara i ulagatelja.

U knjizi su analizirani mogući izvori sukoba interesa između depozitara i ulagatelja. Svrstani su u tri kategorije. U prvoj se nalazi sukob interesa koji izvire iz superiornog položaja kojeg depozitar ima na tržištu kapitala i njegovog pristupa informacijama. Depozitar UCITS fondova u RH može biti samo kreditna institucija ili njezina podružnica. Kreditne

institucije značajni su sudionici tržišta kapitala, pogotovo u državama u koje se ubraja i RH, u kojima je ne postoji razlika između investicijskog i komercijalnog bankarstva, odnosno koje njeguju koncept univerzalnog bankarstva.

S druge strane, ulagatelji nemaju dovoljno znanja za razumijevanje složenih financijskih transakcija, niti su upoznati s kretanjima na tržištu kapitala. Između depozitara i ulagatelja postoji asimetrična informiranost (*information asymmetry*) jer depozitar zna više o pravnim poslovima pohrane zasebne imovine UCITS fonda, mogućnosti korištenja te imovine, te kretanjima na tržištu kapitala od ulagatelja.

Ta asimetrična informiranost može se smanjiti, ali se ne može u potpunosti ukloniti pomnijom redakcijom predugovornih informacija koje ulagatelji trebaju dobiti prije nego što ulože u UCITS fond. No prospekt, pravila UCITS fonda i ključni podaci za ulagatelje koje potencijalni ulagatelji moraju dobiti prije donošenja investicijske odluke, dokumenti su koje izrađuje društvo za upravljanje, pa je mjera ispravljanja asimetrične informiranosti ulagatelja u odnosu na depozitara okolnost koja je u zoni kontrole društva za upravljanje (korigirana eventualno ovlastima HANFE da odobri navedene dokumente). *De lege ferenda* predlaže se da se informacije o mogućim izvorima sukobima interesa prikažu u navedenim dokumentima nedvosmisleno korištenjem riječi poput „upozorenja“ ili korištenjem velikih slova, potcrtanih riječi i drugo. Podatci koji bi se morali naći u tim dokumentima, a koji bi bili mogući izvor sukoba interesa odnosili bi se posebice na okolnost postojanja kapitalne povezanosti depozitara i društva za upravljanje, kao i posljedicama koje to može imati po ulagatelje, ovlastima depozitara da koristi novčana sredstva UCITS fonda i za svoj račun i sl.

Drugi mogući izvor sukoba interesa opisuje situacija u kojoj depozitar kao prodajni zastupnik društva za upravljanje nudi udjele UCITS fonda za koje ujedno obavlja i poslove depozitara, što predstavlja široko prihvaćenu praksu. U tim slučajevima također postoji asimetrična informiranost između kreditne institucije u ulozi prodajnog zastupnika i ulagatelja. Problem je odrediti informacije koje je kreditna institucija/depozitar dužan dati, pri nuđenju udjela UCITS fonda. Ulagatelji koji kupuju udjele UCITS fonda nisu upoznati s time da su kreditne institucije u ulozi prodajnog zastupnika dio distribucijskog lanca te da za plasiranje toga financijskog proizvoda ostvaruju proviziju od društva za upravljanje koje je po samom zakonu ovlašteno nuditi udjele. Zbog toga je ZOIFJP-om izrijekom propisano da je prodajni zastupnik dužan upoznati potencijalnog ulagatelja o isplaćenom iznosu provizije za nuđenje udjela UCITS fonda (i to kao postotak ulazne naknade, naknade za upravljanja društva za upravljanje ili izlazne naknade).

Međutim, zakonodavac i dalje nije razriješio specifičan sukob interesa koji nastaje kada je prodajni zastupnik ujedno i depozitar za UCITS fondove čije udjele nudi. Ta kreditna institucija ostvaruje dvostruku naknadu: onu za obavljanje poslova depozitara i onu za obavljanje poslova prodajnog zastupnika. Stoga ima dvostruku financijsku korist, pa postoji realna opasnost da će u prvi plan staviti svoje vlastite financijske interese u odnosu na interese ulagatelja, što može dovesti do toga da i sam proizvod prikaže u boljem svjetlu. Iako se ovaj sukob interesa ne može u potpunosti ukloniti, *de lege ferenda* zalažemo se da depozitar obavijesti potencijalnog ulagatelja da za određene UCITS fondove čije udjele nudi ujedno obavlja i poslove depozitara, kao i o mogućim posljedicama toga sukoba interesa po ulagatelja.

Treći izvor sukoba interesa između depozitara i ulagatelja jest postojanje kapitalne povezanosti depozitara i društva za upravljanje, pripadnost istoj financijskoj grupi ili financijskom konglomeratu. Ovom izvoru sukoba interesa mogu se pridružiti svi ranije izloženi izvori sukoba interesa, čime se dodatno umanjuje proklamirano načelo zaštite ulagatelja. Financijske grupe, odnosno financijski konglomerati koji za članove imaju razne pružatelje financijskih usluga, od onih koji pružaju konzervativne financijske usluge do onih koji posluju u sektorima visokog rizika, djeluju na način da nastoje optimizirati dobit na razini grupe.

Iako ZOIFJP zabranjuje da društvo za upravljanje ima dionice ili udjele u depozitaru, depozitar smije imati udjele/dionice u društvu za upravljanje, odnosno može biti njegov osnivač. Dakle, društvo za upravljanje i depozitar mogu pripadati istoj financijskoj grupi, odnosno mogu se kapitalno povezivati na način kako je prikazano. Analiza podataka dostupnih iz Registra HANFE na dan 11. ožujka 2014. pokazala je da od ukupno 19 registriranih društava za upravljanje UCITS fondovima, osnivači njih 8 su kreditne institucije koje su ujedno i depozitari UCITS fondova svojih društava kćeri. Radi se o značajnoj zastupljenosti takve prakse, koja je prisutna i na drugim nacionalnim tržištima kapitala.

Takva korporativna povezanost predstavlja ozbiljnu prijetnju za interese ulagatelja. Kao prvo, utvrđeno je da depozitar, ako je vladajuće društvo, ima pravo davati štetne upute ovisnome društvu, tj. društvu za upravljanje. Iako se zalažemo za tumačenje da članovi uprave društva za upravljanje ne bi smjeli postupati po uputi čijim bi provođenjem naštetili interesima ulagatelja UCITS fonda, zbog položaja ovisnosti to će u praksi biti teško provedivo. Kao drugo, ako je društvo za upravljanje osnovano kao društvo s ograničenom odgovornošću, bilo bi obvezno djelovati prema uputi depozitara ako je on ujedno član (s prevladavajućim utjecajem ili jedini udjelničar) društva na glavnoj skupštini ili nadzornog

odbora. *De lege ferenda* zalažemo se za to da se ulagatelje prije donošenja investicijske odluke izrijeком obavijesti o postojanju opisane korporativne povezanosti depozitara i društva za upravljanje, te izrijeком naglasi da je u tom slučaju depozitar društvu za upravljanje ovlašten davati obvezujuće upute. Također, zalažemo se da je društvo za upravljanje dužno izložiti način rješavanja opisanog sukoba interesa u odnosu na ulagatelje UCITS fonda.

Navedeni rezultati istraživanja u domeni sukoba interesa potvrđuju drugu tezu da depozitar, unatoč proklamiranoj ulozi zaštitnika zasebne imovine fonda, ipak ne štiti dovoljno učinkovito interese ulagatelja. Korporativna povezanost depozitara i društva za upravljanje, te utjecaj koji time depozitar može izvršiti na rad društva za upravljanje, predstavlja ozbiljnu prepreku ostvarenju načela odvojenosti društva za upravljanje i depozitara, a što je osnova zaštite interesa ulagatelja u okviru investicijskog trokuta.

Treća postavljena hipoteza jest da ulagatelji ne raspolažu učinkovitim procesnopravnim mehanizmom zaštite povrijeđenih prava prema depozitaru. S obzirom na pravnu narav odnosa unutar investicijskog trokuta, kao i na okolnost da ulagatelji ne sklapaju s depozitarem zaseban ugovor, zalažemo se za tezu o izvanugovornoj odgovornosti depozitara za štetu koju je on nanio ulagateljima, nepravilno/neuredno izvršivši svoje zadaće vezane uz poslove pohrane. Analiza razvoja odgovornosti depozitara ukazala je da je do najvećih izmjena došlo u UCITS V Direktivi, čija su rješenja većim dijelom već ugrađena u ZOIFJP.

Prema novousvojenom rješenju depozitar odgovara ulagateljima, ovisno o vrsti povrede, temeljem subjektivne ili objektivne odgovornosti. Pri tomu se objektivna odgovornost pojavljuje kao iznimka, i to isključivo ako depozitar izgubi financijske instrumente UCITS fonda koje je bio dužan držati u skrbništvu. Gubitkom financijskih instrumenata ima se smatrati samo „konačan“ gubitak, kada više nema mogućnosti povratka tih financijskih instrumenata u zasebnu imovinu fonda. Za tumačenje kada će se financijski instrumenti smatrati izgubljenima, analizirana je Uredba 231/2013 za AIF-ove čija rješenja smatramo indikativnim i za depozitare UCITS fondova. Prvi bi slučaj bio ako pravo „vlasništva“ fonda nad financijskim instrumentima nije valjano jer je prestalo ili nikada nije ni nastalo, primjerice ako je financijski instrument izgubljen zbog pogreške u vođenju knjiga koja se ne može ispraviti ili kada je fond upisan kao imatelj financijskih instrumenata temeljem krivotvorenih dokumenata i drugo. Drugi bi slučaj bio ako je fondu definitivno oduzeto pravo „vlasništva“ nad financijskim instrumentima. Treći slučaj bi bio ako fond definitivno nije u mogućnosti izravno ili neizravno raspolagati financijskim instrumentima.

S obzirom na to da ulagatelji u pravilu nemaju saznanja da je došlo do povrede depozitara, a tako ni da su financijski instrumenti UCITS fonda izgubljeni, *de lege ferenda* ocjenjuje se potrebnim naložiti društvu za upravljanje da odmah nakon što utvrdi da je došlo do gubitka financijskih instrumenata, o tome odmah obavijesti ulagatelje.

Depozitar odgovara ulagateljima temeljem subjektivne odgovornosti u svim drugim slučajevima, odnosno za pohranu i administraciju zasebne imovine UCITS fonda (osim za gubitak financijskih instrumenata UCITS fondova u skrbništvu), za kontrolu nad izdavanjem i otkupom udjela UCITS fonda, za kontrolu da se zasebna imovina UCITS fonda ulaže u skladu s odredbama ZOIFJP-a, prospektom i pravilima UCITS fonda, za kontrolu nad izračunom neto vrijednosti UCITS fondova i cijene njihovih udjela, za zaprimanje uplata koje pripadaju zasebnoj imovini UCITS fonda i nadzor nad njihovom pravovremenošću, za kontrolu da se prihodi i troškovi UCITS fonda koriste u skladu s odredbama ZOIFJP-a i prospektom, za izvršavanje naloga društva za upravljanje u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda pod uvjetom da su u skladu s ZOIFJP-om, prospektom i pravilima UCITS fonda i za obavljanje drugih obveza kako su propisane ZOIFJP-om.

Osnove za oslobođenje odgovornosti depozitara razlikuju se ovisno o tomu radi li se o subjektivnoj ili objektivnoj odgovornosti depozitara. Ustanovljeno je da se od subjektivne odgovornosti depozitar može osloboditi ako dokaže da je obavljao poslove depozitara ulažući pažnju dobrog stručnjaka koja se od njega traži ili u slučaju više sile.

S druge strane, ZOIFJP-om je uveden novi standard za oslobođenje depozitara u slučaju objektivne odgovornosti. Depozitar se može osloboditi odgovornosti ako dokaže „*da je gubitak nastao kao rezultat vanjskog događaja izvan njegove razumne kontrole, čije bi posljedice bile neizbježne unatoč svim razumnim nastojanjima da se one izbjegnu*“. Analizom je zaključeno da se zakonodavac odlučio za standard koji je blaži od više sile. Koncept apsolutne nemogućnosti sprječavanja nastanka štetnih posljedica koji je svojstven višoj sili zamijenjen je konceptom ekonomske nemogućnosti sprječavanja nastanka štete. Time se subjektivizira viša sila, te razlika između subjektivne i objektivne odgovornosti depozitara postaje sve manjom.

Posebno je ispitano kako depozitar odgovara u slučaju ako je svoje poslove delegirao trećim osobama – poddepozitarima. Prema ZOIFJP-u, depozitar odgovara i za rad i za izbor poddepozitara. Pri tomu se ne može osloboditi odgovornosti za izbor poddepozitara. Za razliku od toga, depozitar se može unaprijed osloboditi svoje odgovornosti za rad poddepozitara, ali samo u slučaju, tzv. nužne delegacije, odnosno u slučaju kada propisi trećih država zahtijevaju da se određeni financijski instrumenti pohrane na skrbništvo kod lokalnih

subjekata, a u toj državi nema subjekata koji ispunjavaju zakonske uvjete za delegaciju. U tom slučaju, pored ostalih uvjeta, depozitar i poddepozitar dužni su sklopiti ugovor o prijenosu odgovornosti koji ima učinak da za delegirane poslove prema ulagateljima odgovara izravno poddepozitar. *De lege ferenda*, autorica se zalaže za napuštanje opisane mogućnosti oslobođenja od odgovornosti depozitara, što je u skladu s UCITS V Direktivom prema kojoj se depozitar ne može unaprijed osloboditi odgovornosti za delegirane poslove ni u kojem slučaju.

Pored građanskopravne, depozitar odgovara i na temelju prekršajnogpravne odgovornosti kada određena povreda obveza čini lakši ili teži prekršaj depozitara prema ZOIFJP-u. Time je izražena javnopravna kontrola nad investicijskim poslom koja predstavlja još jedan pravac zaštite ulagatelja UCITS fonda.

Nakon što je ispitan okvir materijalnopravne odgovornosti depozitara, analizirani su mehanizmi zaštite prava ulagatelja prema depozitaru, kao i prema društvu za upravljanje s obzirom na to da se jedino tako može dobiti cjelovita procjena ulagateljevog pravnog položaja u investicijskom trokutu.

ZOIFJP-om je depozitaru dano ovlaštenje i dužnost da ostvaruje prava ulagatelja prema društvu za upravljanje. Pri tome to depozitar čini u svoje ime, a sve što je dosuđeno temeljem tog zahtjeva pripaja se zakonskom surogacijom zasebnoj imovini UCITS fonda. S druge strane, društvu za upravljanje također je dano ovlaštenje i dužnost da ostvaruje prava ulagatelja prema depozitaru, pri čemu to isto čini u svoje ime, a dosuđeno se zakonskom surogacijom pripaja zasebnoj imovini UCITS fonda.

Za sporove između društva za upravljanje i ulagatelja, pored redovnog sudskog, predviđena je i mogućnost arbitražnog rješavanja sporova. U interesu je ulagatelja da depozitar ostvaruje njihova prava prema društvu za upravljanje u arbitražnom postupku kao što je to ovlašten činiti pred nacionalnim sudovima. Stoga se u knjizi ispitalo može li se depozitar smatrati strankom ugovora o arbitraži, iako nije potpisnik tog ugovora. Međutim, zaključeno je da vladajuće doktrine temeljem kojih se strankom ugovora o arbitraži smatra i osoba koja ga nije potpisala ne obuhvaćaju pravne odnose nalik odnosima između depozitara, društva za upravljanje i ulagatelja. Stoga depozitar ipak ne bi bio ovlašten pokretati arbitražne sporove protiv društva za upravljanje, a radi ostvarivanja prava ulagatelja. Predloženo je *de lege ferenda* da se ZOIFJP-om izrijekom uredi ovlast depozitara da pokreće arbitražne sporove protiv društva za upravljanje u svoje ime, a za račun ulagatelja. U međuvremenu, nema zapreke da depozitar i društvo za upravljanje već sada sklope arbitražne sporazume koji bi pokrivali i situaciju kada depozitar ostvaruje prava ulagatelja prema društvu za upravljanje.

Ulagatelji imaju pravo i samostalnog ostvarivanja svojih zahtjeva prema depozitaru i društvu za upravljanje. Pri tome, prema depozitaru ulagatelji mogu postavljati zahtjev za naknadu štete tek supsidijarno, odnosno ako je to društvo za upravljanje propustilo napraviti u zadanom zakonskom roku od 60 dana od nastupa povrede depozitara. Za razliku, prema društvu za upravljanje, ulagatelji imaju samostalno pravo postavljanja tužbenih zahtjeva, koje ne ovisi o radnji ili propustu depozitara.

U oba slučaja pojavljuje se kao prijeporno pitanje mogu li jedan ili više ulagatelja tražiti naknadu štete i za svoj račun ili uvijek samo za račun zasebne imovine UCITS fonda. Zauzet je stav da odgovor na to ovisi o načinu na koji se ulagateljima naknađuje šteta, što potvrđuju stajališta zauzeta u njemačkoj i austrijskoj pravnoj doktrini. Tako će se u slučaju ako se šteta naknađuje vraćanjem izgubljenih financijskih instrumenata UCITS fonda, raditi o nedjeljivim obvezama depozitara prema ulagateljima, a što će imati učinak da bi ulagatelj/i mogao tražiti vraćanje financijskih instrumenata samo za račun UCITS fonda, odnosno svih ulagatelja. Suprotno tome, ako se šteta naknađuje u novcu, smatrat će se djeljivom obvezom depozitara, te bi i pojedini ulagatelj od depozitara mogao tražiti naknadu samo svog dijela štete. S obzirom na to da je zakonodavac dopustio da i u slučaju gubitka financijskih instrumenata UCITS fonda depozitar može naknaditi štetu i u novcu, smatramo da će se mahom raditi o djeljivim obvezama depozitara, te će ulagatelj u većini slučajeva moći od depozitara tražiti naknadu samo svog dijela štete.

U slučaju ako bi tužbu prema depozitaru podiglo više ulagatelja, ispitano je o kojoj vrsti suparničarstva se radi te postoji li aktivna legitimacija ulagatelja da podignu tužbu za zaštitu kolektivnih prava i interesa iz ZPP-a. Zaključeno je da ulagatelji (svi ili ulagatelji pojedine klase udjela) kao tužitelji jesu jedinstveni suparničari ako im je šteta nastala istom štetnom radnjom depozitara, te se spor može riješiti samo na jednak način prema svima. Najveća bi prednost za ulagatelje u tom slučaju bila podjela (vjerojatno iznimno visokih) parničnih troškova. Međutim, suparničarstvo ostavlja brojna pitanja otvorenim, poput pitanja treba li obavijestiti o parnici protiv depozitara druge ulagatelje, tko bi to trebao učiniti (s obzirom na to da ulagatelji nisu prava zajednica osoba i jedni drugima nisu poznati) i na koji način bi ih se moglo obavijestiti.

Za razliku od suparničarstva, tužba za zaštitu kolektivnih prava i interesa iz ZPP-a mogla bi ulagateljima pružiti pogodnosti pravog kolektivnog oblika ostvarivanja zaštite. Tužbu bi dizala udruga, presuda bi djelovala unutar proširenih subjektivnih granica pravomoćnosti, a izbjeglo bi se i plaćanje visokih parničnih troškova pojedinačnog ulagatelja. No kako ta tužba ne ovlašćuje na postavljanje zahtjeva za naknadu štete, ulagatelji bi i dalje

bili prisiljeni utužiti to pojedinačnom tužbom. Međutim, prema ZPP-u, ulagateljima ova tužba ipak ne stoji na raspolaganju, jer ne zadovoljavaju uvjete potrebne da bi se priznala aktivna legitimacija za njeno postavljanje. Ključna prepreka sastoji se u tome što ZOIFJP, kao *lex specialis*, ne doznačuje ulagateljima pravo da podižu (putem svojih udruga) tužbu za zaštitu kolektivnih prava i interesa, a što je jedan od ključnih preduvjeta prema ZPP-u. *De lege ferenda* smatramo da bi se ulagateljima UCITS fondova u okviru ZOIFJP-a trebala dodijeliti aktivna legitimacija za podizanje tužbe za zaštitu kolektivnih prava i interesa iz ZPP-a, a radi ostvarenja njihovih prava prema depozitaru i društvu za upravljanje.

U knjizi su ispitani i mogući oblici kolektivnog načina rješavanja sporova na razini EU-a. Analizirana je Preporuka o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite donesena 2013. godine. Najveća vrijednost preporuke prema mišljenju autorice, jest što cilja k usvajanju horizontalnog uvođenja kolektivnih oblika rješavanja sporova, a što bi obuhvatilo i sporove iz područja tržišta kapitala. Radilo bi se o vrsti reprezentativne tužbe s *opt-in* načelom, gdje bi grupu tužitelja zastupalo odgovarajuće tijelo, a grupom bi bili obuhvaćeni samo oštećenici koji su sami pristali biti dio tog postupka. Iako je Preporuka pravno neobvezujuća, jasno govori o potrebi i namjeri usvajanja horizontalnih kolektivnih oblika rješavanja sporova na razini EU. To smatramo indikativnim i za hrvatskoga zakonodavca da *de lege ferenda* predvidi kolektivni oblik rješavanja sporova koji bi ulagatelji UCITS fondova mogli koristiti. Zaključeno je da će pravo ulagatelja na tužbu prema depozitaru i društvu za upravljanje zaživjeti u praksi tek nakon što se ulagateljima stavi na raspolaganje određeni mehanizam kolektivnog ostvarivanja njihovih prava.

Naposljetku se u knjizi analizira stoje li ulagateljima UCITS fonda na raspolaganju kompenzacijske sheme za ulagatelje (u RH bio bi relevantan Fond za zaštitu ulagatelja koji je reguliran ZTK-om), a koje se inače smatraju najučinkovitijim mehanizmom zaštite ulagatelja na tržištu kapitala. Kompenzacijske sheme omogućavaju ulagateljima za koje nastupi osigurani slučaj da se njima obeštete do visine osigurane svote. Osigurani slučaj nastupa ako postoji nemogućnost ispunjenja obveze (na isplatu novca ili predaju financijskih instrumenata) zbog insolventnosti financijskog posrednika koji pruža investicijsku uslugu. Međutim, zaključeno je da trenutna rješenja na EU razini i u RH izuzimaju ulagatelje UCITS fonda iz dostupnih kompenzacijskih shema.

Radi poboljšanja položaja ulagatelja UCITS fonda na razini EU, u fazi je prijedloga izmjena Direktive 97/9/EZ o kompenzacijskim shemama, gdje bi depozitari UCITS fondova izrijekom bili uključeni kao članovi kompenzacijske sheme. To znači da bi se ulagatelji UCITS fondova mogli namiriti do određene visine iz kompenzacijske sheme kao klijenti

depozitara ili poddepozitara ako oni zbog svoje insolventnosti ne bi više mogli ispunjavati svoje obveze prema njima. Predloženo je i povećanje osiguranog iznosa od sadašnjih 20.000,00 eura na 50.000,00 eura i više po klijentu (ulagatelju UCITS fonda).

Međutim, primjena kompenzacijskih shema kao modaliteta obeštećenja ulagatelja je ipak ograničena. U prvom redu visinom osigurane tražbine, a također i time što je njezina primjena rezervirana samo ako njeni članovi – depozitari i poddepozitari više ne bi mogli ispunjavati svoje obveze prema ulagateljima, a što će u pravilu biti slučaj ako padnu pod stečaj. Stoga se zaključuje da kompenzacijske sheme ne mogu u potpunosti supstituirati privatnopravne mehanizme potrebne za ostvarivanje prava ulagatelja u investicijskom trokutu. Osmišljavanje učinkovitog mehanizma procesnopravne zaštite ulagateljevih ugroženih i/ili povrijeđenih prava prema depozitaru ostaje i dalje aktualno pitanje kojim se hrvatski zakonodavac mora pozabaviti.

Zaključno se nameće spoznaja da je s donošenjem ZOIFJP-a hrvatsko pravo koje uređuje UCITS fondove nedvojbeno napredovalo dobivši jaču civilističkopravnu komponentu, koja je u ranijem zakonodavstvu bila vrlo nedostatna. Povećanje regulatornih zahtjeva prema društvu za upravljanje i depozitaru svakako ide u pravcu veće zaštite ulagatelja, no ipak bi se na nekim segmentima tog uređenja trebalo poraditi. Jedna od osjetljivih točaka s kojima bi se zakonodavac trebao pozabaviti u nekoj od idućih novela ZOIFJP-a svakako je pitanje kvalitetnijeg uređenja sukoba interesa, odnosno njegova sprečavanja, napose izraženog zbog korporativne povezanosti između depozitara i društva za upravljanje. U scenariju kada su depozitar i društvo za upravljanje članovi iste grupe smatramo da nisu u dovoljnoj mjeri razvijeni mehanizmi koji bi onemogućili da interesi grupe budu pretpostavljeni interesima ulagatelja. Teško je za očekivati da će u tom scenariju zaživjeti pravo i dužnost društva za upravljanje da ostvaruje prava ulagatelja prema depozitaru, i *vice versa*.

Unatoč tomu što je depozitareva odgovornost pomnije i strože uređena prema ZOIFJP-u, isto gubi na važnosti ako nije popraćeno učinkovitom mogućnošću obeštećenja ulagatelja. Ostaje pouzdati se da će HANFA kao nadzorno tijelo budno paziti na postupanje depozitara te da će u slučaju njegovih povreda reagirati korištenjem svojih nadzornih ovlasti.

Iako ulagatelji *de lege lata*, pojedinačno ili zajedno, također mogu ostvarivati prava u parnicama prema depozitaru i društvu za upravljanje, ukazano je na probleme koji se tu u kontekstu investicijskog posla pojavljuju zbog suparničarstva ulagatelja, te nemogućnost korištenja tužbe za zaštitu kolektivnih prava i interesa iz ZPP-a. Kompenzacijske sheme ne zamjenjuju privatnopravne mehanizme ostvarivanja prava ulagatelja u investicijskom trokutu,

iako bi mogle, uz uvjet da se prijedlog za izmjenu Direktive 97/9/EZ usvoji, poboljšati položaj ulagatelja u slučaju stečaja depozitara ili poddepozitara.

Stoga ocjenjujemo da zaokruženost sustava zaštite ulagatelja UCITS fondova prema depozitaru (ali i prema društvu za upravljanje) ovisi prvenstveno o detaljnom uređenju procesnopravnih mehanizama zaštite koji ulagatelji mogu koristiti. Sadašnje uređenje može se ocijeniti samo kao načelno podupiruće za ulagatelje. Učinkovitu pravnu zaštitu trebalo bi razviti u skladu s postavkama iz navedene Preporuke EU-a, a uzori se mogu potražiti iz nama bliskih pravnih sustava, koji su već razvili pojedine oblike kolektivne zaštite ulagatelja pa se iz njihove primjene mogu uočiti prednosti i nedostaci istih.

POPIS LITERATURE

I. PRAVNI IZVORI

• Republika Hrvatska

1. Zakon o obveznim odnosima, NN 35/05, 41/08
2. Stečajni zakon, NN 44/96, 29/99, 129/00, 123/03, 82/06, 116/00, 25/12, 133/12
3. Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, NN 16/13, 143/14
4. Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, NN 16/13
5. Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (HANFI), NN 140/05, 12/12
6. Zakon o nasljeđivanju, NN 48/03, 163/03, 127/13
7. Zakon o kreditnim institucijama, NN 159/13
8. Zakon o parničnom postupku, NN 53/91, 91/92, 58/93, 112/99, 88/01, 117/03, 88/05, 02/07, 84/08, 123/08, 57/11, 148/11, 25/13
9. Zakon o platnom prometu, NN 133/09, 136/12
10. Zakona o porezu na dodanu vrijednost, NN 73/13, 148/13
11. Zakon o trgovačkim društvima, NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 152/11, 111/12, 144/12, 68/13
12. Zakon o tržištu kapitala, NN 88/08, 74/09, 54/13, 159/13
13. Zakon o vlasništvu i drugim stvarnim pravima, NN 91/96, 68/98, 137/99, 22/00, 73/00, 129/00, 114/01, 79/06, 141/06, 146/08, 38/09, 153/09, 143/12
14. Zakon o zaštiti potrošača, NN 41/14
15. Zakon o investicijskim fondovima, NN 107/95, 12/96, 114/01
16. Zakon o investicijskim fondovima, NN 150/05
17. Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima, NN 107/95, 142/96, 87/00
18. Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima, NN 109/97, 114/01, 140/05
19. Zakon o općem upravnom postupku, NN 47/09
20. Zakon o provedbi ovrhe na novčanim sredstvima, NN 91/10, 112/12
21. Zakon o osiguranju depozita, NN 177/04, 119/08, 153/09, 80/13
22. Ovršni zakon, NN 112/12, 93/14
23. *Zakon o financijskim konglomeratima*, NN 147/08, 54/13
24. Zakon o suzbijanju diskriminacije, NN 85/08, 112/12
25. Pravilnik o delegiranju poslova društva za upravljanje UCITS fondom, NN 100/13, 88/14.
26. Pravilnik o dozvoljenim ulaganjima i ograničenjima ulaganja UCITS fonda, NN 26/15, 37/15)
27. Pravilnik o glavnim i napajajućim UCITS fondovima, NN 85/13
28. Pravilnik o izdavanju odobrenja za rad i stjecanju kvalificiranog udjela društva za upravljanje UCITS fondovima, NN 90/13
29. Pravilnik o likvidaciji i prestanku UCITS fondova, NN 90/13
30. Pravilnik o obavješćavanju kod trgovanja udjelima UCITS fondova u drugoj državi članici, NN 85/13
31. Pravilnik o obavješćavanju ulagatelja kod pripajanja UCITS fondova, NN 85/13
32. Pravilnik o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda, NN 93/13, 140/14
33. Pravilnik o obavljanju poslova depozitara AIF-a, NN 10/14
34. Pravilnik o obliku i iznosu kapitala društva za upravljanje UCITS fondovima, NN 151/14

35. Pravilnik o odobrenju osnivanja, prospekta i pravila UCITS fondova, NN 90/13
36. Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za društva za upravljanje UCITS fondovima, NN 85/13, 31/14, 26/15
37. Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i pomoćnih usluga, NN 31/14
38. Pravilnik o postupku naknade štete ulagateljima UCITS fonda i/ili UCITS fondu, NN 100/13
39. Pravilnik o pravilima poslovnog ponašanja prilikom pružanja investicijskih i pomoćnih usluga, NN 42/13
40. Pravilnik o prijenosu poslova upravljanja UCITS fondovima, NN 90/13
41. Pravilnik o promidžbi i ostalim informacijama za ulagatelje UCITS fonda, NN 100/13
42. Pravilnik o sadržaju i načinu vođenja registra društava za upravljanje UCITS fondovima i UCITS fondova, NN 90/13
43. Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih i polugodišnjih izvještaja i drugih izvještaja UCITS fonda, NN 100/13, 81/14, 28/15
44. Pravilnik o udjelima UCITS fonda, NN 100/13
45. Pravilnik o utvrđivanju neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu, NN 100/13
46. Pravilnik o uvjetima i postupku izdavanja odobrenja za obavljanje poslova upravljanja imovinom i investicijskog savjetovanja, NN 44/08
47. Pravilnik o uvjetima za članstvo u upravi i nadzornom odboru društva za upravljanje UCITS fondovima, NN 90/13
48. Pravilnik o uvjetima za nuđenje udjela UCITS fonda, NN 100/13, 26/15
49. Pravilnik o vrstama alternativnih investicijskih fondova, NN 105/13
50. Pravilnik o poslovima depozitne banke, NN 150/05, 26/08
51. Pravilnik o postupku i vrsti poslova koje je dopušteno delegirati na treće osobe od strane društava za upravljanje, NN 25/07
52. Zakon o investicijskim fondovima, NN 107/95, 12/96, 114/01
53. Zakon o investicijskim fondovima, NN 150/05
54. Zakon o tržištu vrijednosnih papira, NN 84/02, 138/06
55. Pravilnik o jedinstvenim registru računa, NN 156/13
56. Pravilnik o porezu na dodanu vrijednost, NN 79/13, 85/13, 160/13, 35/14
57. *Pravilnik o načinu izračuna adekvatnosti jamstvenog kapitala na razini financijskog konglomerata, NN 70/09*
58. Pravilnik o arbitraži pri Stalnom izabranom sudištu Hrvatske gospodarske komore, NN 142/11

• Europska unija

1. 86/653/EEZ: Direktiva Vijeća od 18. prosinca 1986. o usklađivanju prava država članica u vezi samozaposlenih trgovačkih zastupnika, SL L 382, 31.12.1986., str. 17–21.
2. Amendments adopted by the European Parliament on 3 July 2013 on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions (COM(2012)0350 – C7-0178/2012 – 2012/0168(COD)),

- <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&language=EN&reference=P7-TA-2013-309>, 24.3.2014.
3. Commission Directive 2010/42/EU of 1 July 2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards certain provisions concerning fund mergers, master-feeder structures and notification procedure, *OJ L 176*, 10.7.2010., str.18-41.
 4. Commission of the European Communities, Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council, COM (85) 310, 14.7.1985., Brussels.
 5. Commission Recommendation of 11 June 2013 on common principles for injunctive and compensatory collective redress mechanisms in the Member States concerning violations of rights granted under Union Law, *SL L 201*, 26.7.2013., str. 60–65.
 6. Commission Regulation (EU) No 584/2010 of 1 July 2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards the form and content of the standard notification letter and UCITS attestation, the use of electronic communication between competent authorities for the purpose of notification, and procedures for on-the-spot verifications and investigations and the exchange of information between competent authorities, *OJ L 176*, 10.7.2010., 16–27.
 7. Completing the Internal Market, White Paper from the Commission to the European Council, COM (1985), 310 final, 14.6.1985.
 8. Consolidated versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union, *OJ C 326*, 26.10.2012.
 9. Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing, *OJ L 66*, 16.3.1979., str. 21–32.
 10. Council Directive 85/374/EEC of 25 July 1985 on the approximation of the laws, regulations and administrative provisions of the Member States concerning liability for defective products, *SL L 210*, 7.8.1985., str. 29–33.
 11. Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), *OJ L 375*, 31.12.1985., str. 3–18.
 12. Council Directive 88/220/EEC of 22 March 1988 amending, as regards the investment policies of certain UCITS, Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investments in transferable securities (UCITS), *OJ L 100*, 19.4.1988., 31–32.
 13. 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., str. 1–95.
 14. Directive 2000/64/EC of the European Parliament and of the Council of 7 November 2000 amending Council Directives 85/611/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC and 93/22/EEC as regards exchange of information with third countries, *OJ L 290*, 17.11.2000., 27–28.
 15. Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectuses, *OJ L 41*, 13.2.2002., str. 20–34.
 16. Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws,

- regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with regard to investments of UCITS, *OJ L 41*, 13.2.2002., str. 35–42.
17. Directive 2013/11/EU of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 on alternative dispute resolution for consumer disputes and amending Regulation (EC) No 2006/2004 and Directive 2009/22/EC (Directive on consumer ADR), *SL L 165*, 18.06.2013., str. 63–79.
 18. Direktiva 2002/87/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 16. prosinca 2002. o dodatnom nadzoru kreditnih institucija, društava za osiguranje i investicijskih društava u financijskom konglomeratu i o izmjeni direktiva Vijeća 73/239/EEZ, 79/267/EEZ, 92/49/EEZ, 92/96/EEZ, 93/6/EEZ i 93/22/EEZ i direktiva 98/78/EZ i 2000/12/EZ Europskog parlamenta i Vijeća, *SL L 35*, 11.2.2003., str. 1–27.
 19. Direktiva 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 4. studenoga 2003. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja u trgovanje te o izmjeni Direktive 2001/34/EZ, *SL L 345*, 31.12.2003., str. 64–89.
 20. 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* 30.4.2004., str. 1–44.
 21. Direktiva 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 13. srpnja 2009. o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) (preinačena), *SL L 302*, 17.11.2009., str. 32–96.
 22. 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 L 174*, 01.7.2011., str. 1–73.
 23. Direktiva 2013/36/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o pristupanju djelatnosti kreditnih institucija i bonitetnom nadzoru nad kreditnim institucijama i investicijskim društvima, izmjeni Direktive 2002/87/EZ te stavljanju izvan snage direktiva 2006/48/EZ i 2006/49/EZ *SL L 176*, 27.6.2013., str. 338–436.
 24. Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, *SL L 173*, 12.6.2014., str. 349–496.
 25. Direktiva 2014/91/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 23. srpnja 2014. o izmjeni Direktive 2009/65/EZ o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) u pogledu poslova depozitara, politika nagrađivanja i sankcija, *SL L 257*, 28.8.2014., str. 186–213.
 26. Direktiva 94/19/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 30. svibnja 1994. o sustavima osiguranja depozita *SL L 135*, 31.5.1994., str. 5–14.
 27. Direktiva 97/9/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 3. ožujka 1997. o sustavima naknada štete za investiture, *SL L 84*, 26.3.1997., str. 22–31.
 28. Direktiva Komisije 2006/73/EZ od 10. kolovoza 2006. o provedbi Direktive 2004/39/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u odnosu na organizacijske zahtjeve i uvjete poslovanja investicijskih društava i izraze definirane za potrebe te Direktive, *SL L 241*, 2.9.2006., str. 26–58.
 29. Direktiva Komisije 2007/16/EZ od 19. ožujka 2007. o provedbi Direktive Vijeća 85/611/EEZ o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za

- zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) s obzirom na razjašnjenje nekih definicija, SL L 79, 20.3.2007., str. 11–19.
30. Direktiva Komisije 2010/43/EU od 1. srpnja 2010. o provedbi Direktive 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu organizacijskih zahtjeva, sukoba interesa, poslovanja, upravljanja rizicima i sadržaja sporazuma između depozitara i društva za upravljanje, SL L 176, 10.7.2010., str. 42–61.
 31. European Commission, Green Paper on Financial Services: Meeting Consumers' Expectations (COM (96) 209), svibanj 1996., Brussels.
 32. European Commission: Green Paper on Retail Financial Services in the Single Market, COM(2007) 226 final, http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/com/2007/com2007_0226en01.pdf (4. ožujka 2013.)
 33. European Commission: *White Paper - Financial Services Policy* 2005-2010, COM/2005/0629 final, http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/133225_en.htm (4. ožujka 2013.)
 34. European Parliament and Council Directive 95/26/EC of 29 June 1995 amending Directives 77/780/EEC and 89/646/EEC in the field of credit institutions, Directives 73/239/EEC and 92/49/EEC in the field of non- life insurance, Directives 79/267/EEC and 92/96/EEC in the field of life assurance, Directive 93/22/EEC in the field of investment firms and Directive 85/611/EEC in the field of undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with a view to reinforcing prudential supervision, *OJ L 168*, 18.7.1995., 7–13.
 35. European Parliament resolution of 2 February 2012 on 'Towards a Coherent European Approach to Collective Redress' (2011/2089(INI)), *OJ C 239E*, 20.9.2013., str. 32–39.
 36. Proposal for a Council Directive for the Coordination of laws, regulations and administrative provisions regarding Collective Investment Undertakings for Transferable Securities, *OJ C171*, 26.7.1976., 1-20.
 37. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions, COM/2012/0350 final - 2012/0168, 3.7.2012.
 38. 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/.../EC, COM/2009/0207 final, 30.4.2009.
 39. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council on investor-compensation schemes, COM (2010) 371 final, 12.7.2010., Brussels.
 40. Recommendation 77/534/EEC, *OJ L 212/37*, 20.8.1977.
 41. Report by a Group of Experts Appointed by the EEC Commission: *The development of European Capital Market*, (Segré Report), 1966, <http://www.steuernrecht.jku.at/gwk/Dokumentation/Steuerpolitik/Gemeinschaftsdokumente/EN/Segre.pdf>, 10.8.2014.
 42. Sixth Council Directive 77/388/EEC of 17 May 1977 on the harmonization of the laws of the Member States relating to turnover taxes - Common system of value added tax: uniform basis of assessment, *OJ L 145*, 13.6.1977., str. 1–40.
 43. Uredba (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012, SL L 176 27.6.2013., str. 1–337.

44. Uredba Komisije (EU) br. 583/2010 od 1. srpnja 2010. o provedbi Direktive 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u vezi s ključnim informacijama za ulagatelje i uvjetima koje je potrebno ispuniti prilikom dostavljanja ključnih informacija ulagateljima ili prospekta na trajnom mediju koji nije papir ili putem internetske stranice, SL L 176, 10.7.2010., str. 1–15.

- **Austrija**

1. Alternatives Investmentfonds Manager-Gesetz – AIFMG, BGBl. I Nr. 135/2013.
2. Investmentfondsgesetz – InvFG, BGBl. I Nr. 77/2011.

- **Francuska**

1. Code monétaire et financier (dernière modification: 4. Novembre 2013.)
2. Code civil (dernière modification: 6 août 2014.)
3. Règlement general de l'AMF (dernière modification: 5 juin 2014.)

- **Luksemburg**

1. Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et portant transposition de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), Mémorial A No. 5.

- **Njemačka**

1. Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738)
2. Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, 17. travnja 1957. (BGBl. I 378)
3. Investmentgesetz, 15. prosinca 2003 (BGBl. I S. 2676)
4. Kapitalanlagegesetzbuch, 04. srpnja 2013 (BGBl. I S. 1981)
5. Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz– WpHG), vom 9. September 1998, BGBl. I S. 2708.
6. Depotgesetz (BGBl. I S. 34, zadnje izmijenjen 4. srpnja 2013. u BGBl. I S. 1981)
7. Gesetz zur Einführung von Kapitalanleger-Musterverfahren, 16. 08. 2005. (BGBl. I 2005, 2437.)
8. Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, 19. 10. 2012. (BGBl. I S. 2182)

- **Slovenija**

1. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-2), Uradni list Republike Slovenije, 77/2011 (izmijenjen i nadopunjen s ZISDU-2a, Uradni list Republike Slovenije, 55/2012.)

2. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), Uradni list Republike Slovenije 26/2005, 92/2007, 65/2008

II. SUDSKA PRAKSA

• Europska unija

1. C-169/04, Judgement of 4.5.2006, Abbey National plc, Inscape Investment Fund v Commissioners of Customs & Excise

• Republika Hrvatska

1. Odluka Vrhovnog suda RH, Rev 3428/1993, od 12. travnja 1995.
2. Odluka Ustavnog suda Republike Hrvatske broj: U-III-49/2008 od 24. lipnja 2008. (NN 78/08)

• Francuska

1. Cass. Com., 4 May 2010, no. 500, FS+P+B, Société générale v. Sté Day Trade Asset Management
2. Cass. Com., 4 May 2010, no. 497, FS+P+B, Sté RBC Dexia investors services bank France v. Sté Delta alternative management SAS
3. Cass. Com., 4 May 2010, no. 498, FS-D, Sté RBC Dexia Investor services bank France v. Sté Laffite capital management SAS
4. Civ.2e 10 February 1982, JCP 1983. II. 20069

• Irska

1. Visoki sud Irske (Ireland High Court), Kalix Fund Ltd & Anor -v- HSBC Institutional Trust Servies [Ireland] Ltd & Anor [2009] IEHC 457 (16 October 2009)

• Njemačka

1. Bundesgerischshofs (BGH), presuda od 9. 2. 2008. godine, objavljena u Zeitschrift für Wirtschaftsrecht- und Bankrecht, 2008., str. 825-828.
2. Bundesgerischshofs (BGH), presuda od 18. September 2001 (XI ZR 337/00, Frankfurt a.M.), objavljena u Zeitschrift für Wirtschaftsrecht- und Bankrecht, 2001., str. 2053-2054
3. Oberlandesgericht (OLG) Frankfurt a. M, presuda od 19.12.1996. objavljena u Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 1997., str. 319-322

4. Gesetz zur Einführung von Kapitalanlager-Musterverfahren vom 16. 08. 2005, BGBl. I 2005, 2437

- **Sjedinjene Američke Države**

Merrill Lynch & Co., Inc. Research Reports Sec. Litig (S.D.N.Y. 2003)

III. KNJIGE

1. Aikman, J. S., When Prime Brokers Fail, The Unheeded Risk to Hedge Funds, Banks, and the Financial Industry, New Jersey, 2010.
2. Arvedlund, E., The Rise and Fall of Bernie Madoff, Too Good to Be True, New York, 2011.
3. Assmann, H.-D., Schneider, U. H., Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, Köln, 2009.
4. Avgouleas, E., What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from Behavioural Decision Theory and the Global Financial Crisis, u MacNeil, I., O'Brien, J. (ur.), The Future of Financial Regulation, Oxford/Portland/Oregon, 2010.
5. Aviani, D., Prekršajno pravo, 3. Izd., Split, 2013.
6. Baldassarri, M., Bagella, M., Paganetto, L. (ur.), Financial Markets, Imperfect Information and Risk Management, Hampshire, 2001.
7. Bar, von C., The Common European Law of Torts, Volume One, Oxford, 1998.
8. Bar, von C., The Common European Law of Torts, Volume Two, Oxford, 2000.
9. Barbić, J., Pravo društava, Društva kapitala, Svezak I. Dioničko društvo, Zagreb, 2013.
10. Barbić, J., Pravo društava, Društva kapitala, Svezak II., Društvo s ograničenom odgovornošću, Zagreb, 2013.
11. Barbić, J., Pravo društava, Opći dio, Zagreb, 2008.
12. Baretić, M., Individualna i kolektivna zaštita potrošača u hrvatskom pravu, u Tomljenović, V., Čulinović-Herc, E., Butorac Malnar, V. (ur.), Republika Hrvatska na putu prema europskom pravosudnom području, Rijeka, 2009.
13. Barnea, A., Haugen, R. A., Senbet, L., Agency Problems and Financial Contracting, New Jersey, 1985.
14. Baur, J., 7. Kapitel. Investmentgeschäfte, u Assmann, H.-D., Schütze, R. A. (ur.), Handbuch des Kapitalanlegerechts, 3. Aufl., München, 2007.
15. Baur, J., Investmentgesetze, 1. Teilband, Kommentar, Berlin, 1997.
16. Becker, J. C., Das Vertragsstatut der Outsourcing-Vereinbarung, Hamburg, 2010.
17. Beckmann, K., Scholtz, R.-D., Vollmer, L. (ur.), Investment, Handbuch für das gesamte Investmentwesen, Berlin, 2005.
18. Beever, A., Rediscovering the Law of Negligence, Oxford, 2007.
19. Berger, H., Steck, K.-U., Lübbchüsen, D., Investmentgesetz, Investmentsteuergesetz, Kommentar, München, 2010.
20. Bergh, Van den R., Keske, S., Rechtsökonomische Aspekte der Sammelklage, u Casper, M., Janssen, A., Pohlmann, P., Schulze, R. (ur.), Auf dem Weg zu einer europäischen Sammelklage, München, 2009.
21. Bertaut, C. C., Starr-McCluer, M., Household Portfolios in the United States, u Guiso, L., Haliassos, M., Jappelli, T. (ur.), Household Portfolios, Massachusetts, 2002.

22. Böhm, C., Risk-Adjusted Performance and Bank Governance Structures, Frankfurt am Main, 2012.
23. Bondt, W., The Values and Beliefs of European Investors, u Cetina, K.K., Preda, A. (ur.), The Sociology of Financial Markets, Oxford, 2005.
24. Brekoulakis, S. L., Third Parties in International Commercial Arbitration, Oxford, 2010.
25. Brocas, I., Carrillo, J. D (ur.), The Psychology of Economic Decisions, Volume I: Rationality and Well-Being, Oxford, 2003.
26. Brüggemeier, G., Colombi Ciacchi, A., O'Callaghan, P., A common core of personality protection, u Brüggemeier, G., Colombi Ciacchi, A., O'Callaghan, P. (ur.), Personality Rights in European Tort Law, Cambridge, 2010.
27. Brüggemeier, G., Common Principles of Tort Law, A Pre-statement of Law, London, 2004.
28. Brüggemeier, G., Western Tort Law: A Jurisprudence of Injury, u Bussani, M., Werro, F. (ur), European Private Law: A Handbook, Berne, 2009.
29. Brunner, C., Force Majeure and Hardship under General Contract Principles, Exemption for Non-Performance in International Arbitration, The Hague, 2009.
30. Cameron, R. (ur.), Banking and Economic Development, Oxford, 1972.
31. Canaris, C.-W., Bankvertragsrecht, 3. Aufl., Berlin/New York, 1988.
32. Canaris, C.-W, Bankvertragsrecht, u Handelsgesetzbuch Großkommentar, Dritter Band, 3. Teil, 2. Aufl., Berlin, 1981.
33. Capek, S., Der Anlegerschutz in Deutschland: Welche Rechte haben geschädigte Anleger von Lehman Brothers Zertifikaten?, Hamburg, 2010.
34. Cartwright, P., Banks, Consumers and Regulation, Portland/Oregon, 2004.
35. Cartwright, P., Consumer Protection in Financial Services: Putting the Law in Context, u Cartwright, P. (ur.), Consumer Protection in Financial Services, Kluwer Law International, 1999.
36. Carval, S., La Responsabilité Civile dans sa Fonction de Peine Privée, Paris, 1995.
37. Česić, Z., Gorenc, V. *et. al.*, u Gorenc, V. (ur.), Komentar Zakona o obveznim odnosima, Zagreb, 2005.
38. Chin, S., Financial Services Regulation: Can History Teach Us Anything?, u Cartwright, P. (ur.), Consumer Protection in Financial Services, The Hague, 1999.
39. Chisholm, A. M., Derivatives demystified, A step-by-step guide to Forwards, Futures, Swaps and Options, Chichester, 2010.
40. Choudhry, M., Jonnas, D., Landuyt, G., Pereira, R., Pienaar, R., Capital Market Instruments, Analysis and Valuation, New York, 2010.
41. Cigoj, S., Komentar obligacijskih razmerij, Ljubljana, 1984.
42. Clerc, C., Deege, J., The AIF Depositary's Liability for Lost Assets, u Zetzsche, D. (ur.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, 2012.
43. Crnić, I., Matić, J., Odštetno pravo, Zagreb, 2008.
44. Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Grković, N., Depozitar, u Čulinović-Herc, E. (ur), Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, Rijeka, 2013.
45. Čulinović-Herc, E., Braut, M., Recent developments in judicial settlement of disputes involving mass shareholder claims towards listed companies: global, European and Croatian perspective, u Kandžija, V., Kumar, A. (ur.), Economic integrations, competition and cooperation, Rijeka, 2010.
46. Čulinović-Herc, E., Grković, N., Impact of the Madoff Scandal on the forthcoming UCITS V Directive, u Kandžija, V., Kumar, A. (ur.), Economic Integrations, Competition and Cooperation, Rijeka, 2013.

47. Čulinović-Herc, E., Grković, N., Povijesni razvoj i pravni izvori, u Čulinović-Herc, E. (ur.), *Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala*, Rijeka, 2013.
48. Čulinović-Herc, E., Grković, N., Stečajne i parnične implikacije financijskog skandala Madoff na primjeru Maxam fonda i Thema SICAV UCITS fonda, u Garašić, J. (ur.), *Europsko građansko pravo*, Zagreb, 2013.
49. Čulinović-Herc, E., Insolventnost i investicijski fondovi, u Barbić, J. (ur.) *Hrvatsko insolventno pravo*, Zagreb, 2014.
50. Čulinović-Herc, E., Jurić, D., Grković, N., Društvo za upravljanje UCITS fondovima, u Čulinović-Herc, E. (ur.), *Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala*, Rijeka, 2013.
51. Čulinović-Herc, E., UCITS fondovi i položaj ulagatelja, u Čulinović-Herc, E. (ur.), *Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala*, Rijeka, 2013.
52. Čulinović-Herc, E., Ugovorno osiguranje tražbina zalaganjem pokretnih stvari bez predaje stvari u posjed vjerovnika, Rijeka, 1998.
53. Čulinović-Herc, E., Zaštita potrošača i zaštita ulagatelja na hrvatskom tržištu financijskih usluga, u Čulinović-Herc, E., Tomljenović, V. (ur.), *Zaštita potrošača i ulagatelja u europskom i hrvatskom pravu - izazovi međunarodnog tržišta roba i kapitala*, Rijeka, 2005.
54. Čulinović-Herc, E., Zubović, A., Prospekt i odgovornost iz prospekta pri javnoj ponudi vrijednosnih papira u hrvatskom i usporednom pravu, *Aktualnosti građanskog i trgovačkog zakonodavstva i pravne prakse*, Mostar, 2009.
55. Čulinović-Herc, E., Žunić-Kovačević, N., Izvansudsko rješavanje potrošačkih sporova iz financijskih usluga - europska iskustva i prijedlog rješenja za hrvatsko pravo u Tomljenović, V., Čulinović-Herc, E., Butorac Malnar, V. (ur.), *Republika Hrvatska na putu prema Europskom pravosuđnom području, Rješavanje trgovačkih i potrošačkih sporova*, Rijeka, 2009.
56. Čurković, M., Ugovor o osiguranju osoba: život-nezgodna-zdravstveno, Zagreb, 2009.
57. Dam, van C., *European Tort Law*, Oxford, 2013.
58. Davies, H., *Unfinished Business: An Assessment of the Reforms*, u Wymeersch, E., Hopt, K. J., Ferrarini, G. (ur.), *Financial Regulation and Supervision, A Post-Crisis Analysis*, Oxford, 2012.
59. Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., *Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*, u Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (ur.), *Financial Structure and Economic Growth, A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, Cambridge, 2001.
60. Denninger, K., *Leverage – How Cheap Money Will Destroy the World*, New Jersey, 2012.
61. Dika, M., *Građansko parnično pravo*, Stranke, njihovi zastupnici i treći u parničnom postupku, IV. knjiga, Zagreb, 2008.
62. Dika, M., *Građansko ovršno pravo*, Opće građansko ovršno pravo, knjiga I., Zagreb, 2007.
63. Dika, M., Postupak u sporovima za zaštitu kolektivnih interesa i prava, u *Novela Zakona o parničnom postupku iz 2011.*, Zagreb, 2011.
64. Durant, I. C., Causation, u Koziol, H., Schulze, R. (ur.), *Tort Law of the European Community*, Beč, 2008.
65. Easterbrook, F. H., Insider Trading as an Agency Problem, u Pratt, J. W., Zeckhauser, R. J. (ur.), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, 1985.
66. Ebner Von Eschenbach, H-C., *Die Rechte des Anteilhabers nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften*, Nürnberg, 1959.

67. Edelbacher, M., Theil, M., Financial Crimes: A Global Threat, u Edelbacher, M., Kratcoski, P., Theil, M. (ur.), Financial Crimes, A Threat to Global Security, Boca Raton, 2012.
68. Einsele, D., Bank- und Kapitalmarktrecht, Tübingen, 2010.
69. Faure, M., Tort Liability in France: An Introductory Economic Analysis, u Deffains, B., Kirat, T. (ur.), Law and Economics in Civil Law Countries, Amsterdam, 2001.
70. Fauvarque-Cosson, B., Mazeaud, D. (ur.), European Contract Law, Materials for a Common Frame of Reference: Terminology, Guiding Principles, Model Rules, Munich, 2008.
71. Ferran, E., Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision, u Wymeersch, E., Hopt, K. J., Ferrarini, G., Financial Regulation and Supervision, A Post-Crisis Analysis, Oxford, 2012.
72. Ferrarini, G., Wymeersch, E. (ur.), Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond, Oxford, 2006.
73. Flour, J., Aubert, J.-C., Flour, Y., Savaux, É., Droit Civil, Les obligations, 3. Le rapport d'obligation, Paris, 2006.
74. Frase, D., Law and regulation of investment management, London, 2011.
75. Galand-Carval, S., Causation under French Law, u Spier, J. (ur.), Unification of Tort Law: Causation, The Hague, 2000.
76. Gart, A., Regulation, Deregulation, Reregulation – The Future of the Banking, Insurance and Securities Industry, New York, 1994.
77. Gavella, N., Josipović, T., Gliha, I., Belaj, V., Stipković, Z., Stvarno pravo, svezak prvi, Zagreb, 2007.
78. Geddes, H. R., An Introduction to Corporate Finance, Transactions and Techniques, Cornwall, 2006.
79. Giliker, P., Vicarious Liability in Tort, Cambridge, 2010.
80. Giraldi, C., Hamaui, R., Rossi, N., Marketable and non-marketable assets in households' portfolios: a cross-country comparison, u Conti, V., Hamaui, R. (ur.), Financial markets' liberalisation and the role of banks, Cambridge, 1993.
81. Gliha, I., Baretić, M., Nikšić, S., Pure Economic Loss in Croatian Law, u Bussani, M. (ur.), European Tort Law, Eastern and Western Perspectives, Berne, 2007.
82. Goldštajn, A., Državni akti i vanjskotrgovački ugovori, Zagreb, 1981.
83. Gorenc, V., Zakon o obveznim odnosima s komentarom, Zagreb, 1998.
84. Gruhn, A. M., Die deutsche Investmentaktiengesellschaft, Ein Investmentfondsprodukt im Mantel einer Aktiengesellschaft, Berlin, 2011.
85. Grundmann, S. & Atamer, Y. M., European Contract Law and Banking Contracts after the Financial Crisis: Challenges for Contracting and Market Transactions, u Grundmann, S. & Atamer, Y. M. (ur.), Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law, Failure and Challenges of Contracting, The Hague, 2011.
86. Gullifer, L., Ownership of Securities: the Problems Caused by Intermediation, u Gullifer, L., Payne, J. (ur.), Intermediated Securities – Legal Problems and Practical Issues, Portland, 2010.
87. Haentjens, M., Harmonisation of Securities Law, Custody and Transfer of Securities in European Private Law, Kluwer Law International, 2007.
88. Hanisch, B., Das Kapitalanleger – Musterverfahrensgesetz (KapMuG), Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz und die class action im Rechtsvergleich Anwendungsfragen und Rechtsdogmatik, Berlin, 2010.
89. Hart, H. L. A., Honoré, T., Causation in the Law, Oxford, 1985.
90. Henriques, A. B., Bernie Madoff the Wizard of Lies, New York, 2011.

91. Hodges, C., *The Reform of Class and Representative Actions in European Legal Systems, A New Framework for Collective Redress in Europe*, Oxford, 2008.
92. Hooghiemstra, S., *Depositary Regulation*, u Zetzsche, D. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds*, The Hague, 2012.
93. Hopt, K. J., *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis*, u Wymeersch, E., Hopt, K. J., Ferrarini, G. (ur.), *Financial Regulation and Supervision, A Post-Crisis Analysis*, Oxford, 2012.
94. Hopt, K. J., *Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*, München, 1975.
95. Hopt, K. J., *Trusteeship and Conflicts of Interest in Corporate, Banking and Agency Law: Toward Common Legal Principles for Intermediaries in the Modern Service-Oriented Society*, u Ferrarini, G., Hopt, K. J., Winter, J., Wymeersch, E. (ur.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, 2004.
96. Hopt, K. J., Voigt, H-C., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung*, Tübingen, 2005.
97. Hudson, A., *The Regulation of Trustees*, u Dixon, M., Griffiths, G. (ur.), *Contemporary Perspectives on Property, Equity and Trust Law*, Oxford, 2007.
98. Jakšić, T., *Posebna privatnopravna odgovornost za prospekt uvrštenja vrijednosnih papira na uređeno tržište prema Zakonu o tržištu kapitala, Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala*, Zagreb, 2013.
99. Johansson, E., *Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity*, Berlin/Heidelberg, 2009.
100. Király, L., Stojčević, P., *Višestranakačke tužbe i pravna pomoć*, u Župan, M. (ur.), *Pravni aspekti prekogranične suradnje i EU integracija: Mađarska-Hrvatska, Pečuh-Osijek*, 2011.
101. Kirtzman, A., *Betrayal, The Life and Lies of Bernie Madoff*, New York, 2009.
102. Klarić, P., *Odštetno pravo*, Zagreb, 2003.
103. Klebeck, U., *Interplay between the AIFMD and the UCITSD* u Zetzsche, D. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds*, The Hague, 2012.
104. Klebeck, U., *Liquidity Management and Side Pockets*, u Zetzsche, D. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds*, The Hague, 2012.
105. Klenk, F. E., *Die rechtliche Behandlung des Investmentanteils*, Köln, 1967.
106. Koch, B. A., Koziol, H., *Comparative Conclusions*, u Koch, B. A., Koziol, H. (ur.), *Unification of Tort Law: Strict Liability*, The Hague, 2002.
107. Koguchi, K., *Financial Conglomeration*, u *Financial Conglomerates*, Paris, 1993.
108. Köndgen, J., Schmies, C. M. A., § 113. *Investmentgeschäft*, u Schimansky, H, Bunte, H-J., Lwowski, H-J. (ur.), *Bankrechts – Handbuch, Band II, 4. Aufl.*, München, 2011.
109. König, M., *Anlegerschutz im Investmentrecht*, Wiesbaden, 1998.
110. Koslowski, P., *The Ethics of Banking, Conclusions from the Financial Crisis*, Berlin, 2009.
111. Kremer, C., Lebbe, I., *Les organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, Bruxelles, 2007.
112. Kruithof, M., *A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID*, u Grundmann, S. & Atamer, Y. M. (ur.), *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law, Failure and Challenges of Contracting*, The Hague, 2011.

113. Kümpel, S., Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln, 2011.
114. Kümpel, S., Decker, E., Das Depotgeschäft, Köln, 2007.
115. Kunda, I., Ostvarivanje članskih prava u sustavu prekograničnog držanja dionica putem posrednika, u Čulinović-Herc, E., Jurić, D., Žunić Kovačević, N. (ur.), Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije, Rijeka, 2011.
116. Laffont, J.-J. (ur.), The Principal Agent Model, The Economic Theory of Incentives, Northampton, 2003.
117. LeBor, A., How America fell for Bernard Madoff's \$65 billion investment scam, The Beleivers, London, 2009.
118. Lehmann, M., Finanzinstrumente, Vom Wertpapier- und Sachenrecht zum Recht der unkörperlichen Vermögensgegenstände, Tübingen, 2009.
119. Lew, J. D. M., Mistelis, L. A., Kröll, S. M., Comparative International Commercial Arbitration, The Hague, 2003.
120. Looschelders, D., Schuldrecht, Allgemeiner Teil, München, 2011.
121. Lukas, M., Fault Liability, u Koziol, H., Schulze, R. (ed.), Tort Law of the European Community, Beč, 2008.
122. Macey, J. R., The death of corporate reputation, How Integrity has been destroyed on Wall Street, New Jersey, 2013.
123. Macneil, I. G., An Introduction to the law on Financial Investment, Oregon, 2012.
124. MacNeil, I., O'Brien, J. (ed.), The Future of Financial Regulation, Oxford/Portland/Oregon, 2010.
125. Magnus, U., Causation in German Tort Law, u Spier, J. (ur.), Unification of Tort Law: Causation, The Hague, 2000.
126. Magnus, U., Limitations of Liability under EC Tort Law, u Koziol, H., Schulze, R. (ur.), Tort Law of the European Community, Beč, 2008.
127. Marcacci, A., Protecting Investors in Financial Times, The Design and Functioning of the Legal Protection of Retail Investors (doktorska disertacija), Firenca, 2013.
128. Markopolos, H., No one would listen, A True Financial Thriller, New Jersey, 2010.
129. Markovinović, H., Tepeš, N., Ostvarivanje prava glasa po dionicama u skrbništvu, u Čulinović-Herc, E., Jurić, D., Žunić Kovačević, N. (ur.), Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije, Rijeka, 2011.
130. Martin-Casals, M., Feliu, J. S., Liability for others, u Koziol, H., Schulze, R. (ur.), Tort Law of the European Community, Beč, 2008.
131. Maycock, J., Financial Conglomerates: The New Phenomenon, Cambridge, 1986.
132. Mayer, T., Duesenberry, J. S., Aliber, R. Z., Money, Banking and the Economy, New York/London, 1987.
133. Mcvea, H., Financial Conglomerates and the Chinese Wall, Regulating Conflicts of Interest, Oxford, 1993.
134. Meller-Hannich, C., Kolektivna pravna zaštita u Europi i europska kolektivna pravna zaštita, u Garašić, J. (ur.), Europsko građansko pravo, Zagreb, 2013.
135. Miladin, P., Bankarska tajna i bankarsko obavlješavanje, Magistarski rad, Zagreb, 1999.
136. Miladin, P., Plaćanje doznakom, doktorska disertacija (neobjavljeno), Zagreb, 2004.

137. Miladin, P., Temeljni pravni i ekonomski okvir privatnog upravljanja imovinom, *Zbornik radova / Drugi skopsko-zagrebački pravni kolokvij*, Skopje, 2009.
138. Moloney, N., *EC Securities Regulation*, Oxford, 2008.
139. Moloney, N., *How to protect investors, Lessons from EC and the UK*, Cambridge, 2010.
140. Moloney, N., *Investor Protection and the Treaty: an Uneasy Relationship*, u Ferrarini, G., Hopt, K. J., Wymeersch, E. (ed.), *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer Law International, 2002.
141. Moloney, N., *Supervision in the Wake of the Financial Crisis: Achieving Effective „Law in Action“ – a Challenge for the EU*, u Wymeersch, E., Hopt, K. J., Ferrarini, G., *Financial Regulation and Supervision, A Post-Crisis Analysis*, Oxford, 2012.
142. Moloney, N., *The legacy effects of the financial crisis on regulatory design in the EU*, u Ferran, E., Moloney, N., Jackson, H. (ur.), *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge, 2012.
143. Mörner, A., *The European Union, Financial Services, and the Consumer*, u Cartwright, P. (ed.), *Consumer Protection in Financial Services*, The Hague, 1999.
144. Müller, G., *Die Rechtsstellung der Depotbank im Investmentgeschäft nach deutschem und schweizerischem Recht*, Thèse, Beningen, 1969.
145. Ogus, A. I., *Regulatory Paternalism: When is it Justified*, u Hopt, K. J., Wymeersch, E., Kanda, H., Baum, H. (ed.), *Corporate Governance in Context*, Oxford, 2005.
146. Ohl, K., *Die Rechtsbeziehungen innerhalb des Investment-Dreiecks*, Berlin, 1989.
147. Oliphani, K., *The Nature and Assesment of Damages*, u Koziol, H., Schulze, R. (ur.), *Tort Law of the European Community*, Beč, 2008.
148. Onaran, Y., *Zombie Banks, How Broken Banks and Debtor Nations are Crippling the Global Economy*, New Yersey, 2012.
149. Oppenheimer, J., *Madoff with the Money*, New Jersey, 2009.
150. Oppitz, M., *Das Investmentgeschäft*, 3. Kapitel, u Apathy P., Iro G., Koziol, H. (ur.), *Österreichisches Bankvertragsrecht, Band IV: Kapitalmarkt*, Wien/New York, 2007.
151. Paliero, E., *The definition of administrative sanctions – general report*, u Jansen, O. (ed.), *Administrative Sanctions in the European Union*, Cambridge, 2013.
152. Parameswaran, S., *Fundamentals of Financial Instruments, An Introduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange, and Derivatives*, Singapur, 2011.
153. Pilkova, A., Pätoprsty, V., *Deepening Financial Intermediation in the New Europe: The Role of Banks*, u Masciandaro, D. (ed.), *Financial Intermediation in the New Europe, Banks, Markets and Regulation in EU Accession Countries*, Cheltenham/Northampton, 2004.
154. Poto, M., *Financial Supervision in a Comparative Perspective*, Oxford, 2010.
155. Pratt, J. W., Zeckhauser, R. J., *Principals and Agents: An Overview*, u Pratt, J. W., Zeckhauser, R. J. (ed.), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, 1985.
156. Preda, A., *The Investor as a Cultural Figure of Global Capitalism*, u Cetina, K.K., Preda, A. (ed.), *The Sociology of Financial Markets*, Oxford, 2005.
157. *Projet de Cadre Commun de Référence, Terminologie Contractuelle Commune*, vol. 6, Paris, 2008.
158. Rastovčan, P., Luger-Katušić, R., *Vrijednosni papiri, Mjenica i ček*, Zagreb, 1985.

159. Rechtschaffen, A., *Capital Markets, Derivatives and the Law*, Oxford, 2009.
160. Reiss, M., *Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank gegenüber dem Anleger und die Rechte des Anlegers bei Pflichtverletzungen*, Berlin, 2006.
161. Reynolds, J. N., Newell, E., *Ethics in Investment Banking*, New York, 2011.
162. Rolland, G., *Market Players, A Guide to the Institutions in Today's Financial Markets*, Chichester, 2011.
163. Rora, C. G. L., *Investor Protection after the Lehman Brothers Case*, magistrski rad, Firenca, 2011.
164. Rose, M., *Stimmrechtsvertretung und Haftung in der Aktiengesellschaft*, Berlin, 2003.
165. Roth, G. H., *Das Treuhandmodell des Investmnetrechts, Eine Alternative zur Aktiengesellschaft*, Frankfurt am Main, 1972.
166. Schiling, A., *Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz und die class action im Rechtsvergleich*, Hamburg, 2010.
167. Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), *Bankrechts – Handbuch*, Band II, 4. Aufl., München, 2011.
168. Schmidt, K., Wülfert, K., *Practical Handbook for the Marketing of Foreign Investment Funds in Germany: A Legal Overview*, Hamburg, 2010.
169. Schmidt, M., *Die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute, Überlegungen zu einer eigenen Treuepflicht der Kredinstitute als Stimmrechtsvertreter gegenüber der AG und deren Aktionären*, Hamburg, 1994.
170. Scott-Quinn, B., *Commercial and Investment Banking and the International Credit and Capital Markets, A Guide to the Global Finance Industry and Its Governance*, Hampshire, 2012.
171. Seegebarth, N., *Stellung und Haftung der Depotbank im Investment-Dreieck*, Frankfurt am Main, 2004.
172. Segre, S. A., *Weberian analysis of Business Groups and Financial Markets*, Hampshire, 2008.
173. Siena, J., *Depositary Liability – A Fine Mess and How to Get Out of It*, u Zetzsche, D. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds*, Kluwers Law International, 2012.
174. Slakoper, Z., *Polaganje, skrbništvo i upravljanje portfeljem vrijednosnih papira*, u Slakoper, Z. (ur.), *Bankovni i financijski ugovori*, Rijeka, 2007.
175. Spong, K., Sullivan, R. J., *Corporate Governance and Bank Performance*, u Gup, B. E. (ur.), *Corporate Governance in Banking, A Global Perspective*, Cheltenham, 2007.
176. Stowell, D. P., *Investment Banks, Hedge Funds and Private Equity*, Oxford, 2013.
177. Strachman, D. A., *The Fundamentals of Hedge Fund Management, How to Successfully Launch and Operate a Hedge Fund*, New Jersey, 2012.
178. Tepeš, N., *Izvensudsko rješavanje potrošačkih sporova u Hrvatskoj* u Tomljenović, V., Čulinović-Herc, E., Butorac Malnar, V., *Republika Hrvatska na putu prema Europskom pravosudnom području, Rješavanje trgovačkih i potrošačkih sporova*, Rijeka, 2009.
179. Tepeš, N., *Skrbništvo nad financijskim instrumentima i sustav zaštite ulagatelja, Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala*, Zagreb, 2013.
180. Tomasic, R., *The failure of corporate governance and the limits of law: British banks and the global financial crisis*, u Sun, W., Stewart, J., Pollard, D. (ed.),

- Corporate Governance and the Financial Crisis, International Perspectives, Cambridge, 2011.
181. Tourneau, le P., *La Responsabilité Civile*, Paris, 1976.
182. Triva, S., Dika, M., *Građansko parnično procesno pravo*, Zagreb, 2004.
183. Tweeddale, A., Tweeddale, K., *Arbitration of Commercial Disputes, International and English Law and Practice*, Oxford, 2005.
184. Uzelac, A., *Postupak pred sudom*, u Šimonović-Einwalter, T. (ur.), *Vodič uz Zakon o suzbijanju diskriminacije*, Zagreb, 2009.
185. Vaquer, A., *Damage*, u Koziol, H., Schulze, R. (ed.), *Tort Law of the European Community*, Beč, 2008.
186. Vauplane, H., Bornet, J.-P., *Droit des Marchés Financiers*, Paris, 1998.
187. Vedriš, M., Klarić, P., *Građansko pravo, Opći dio, stvarno pravo, obvezno i nasljedno pravo*, Zagreb, 2008.
188. Veil, R., *Foundations of Capital Markets Legislation in Europe*, u Veil, R. (ur.), *European Capital Markets Law*, Oxford, 2013.
189. Vizner, B., *Komentar Zakona o obveznim (obligacionim) odnosima*, Zagreb, 1978.
190. Watkin, T. G., *Changing Concepts of Ownership in English Law During the Nineteenth and Twentieth Centuries, The changing idea of beneficial ownership under the English trust*, u Dixon, M., Griffiths, G. (ed.), *Contemporary Perspectives on Property, Equity and Trust Law*, Oxford, 2007.
191. Welfens, P. J. J., *Banks, Capital Markets, R&D and Economic Growth in Europe*, u Welfens, P. J. J., Wolf, H. C. (ed.), *Banking, International Capital Flows and Growth in Europe*, Berlin, 1997.
192. Wendt, P., *Treuhandverhältnisse nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften*, Duisburg, 1968.
193. Werro, F., Palmer, V. V., Hahn, A.-C., *Synthesis and survey of the cases and results*, u Werro, F., Palmer, V. V. (ed.), *The Boundaries of strict Liability in European Tort Law*, Durham, 2004.
194. Widmer, P., *Comparative Report on Fault as a Basis of Liability and Criterion of Imputation (Attribution)*, u Widmer, P. (ed.), *Unification of Tort Law: Fault*, The Hague, 2005.
195. Wood, P. R., *Regulation of International Finance*, London, 2007.
196. Wright, R. W., *Proving Causation: Probability versus Belief*, u Goldberg, R. (ur.), *Perspectives on Causation*, Oxford, 2011.
197. Wright, W. R., *Acts and Omissions as Positive and Negative Causes*, u Neyers, J. W., Chamberlain, E., Pitel, S. G. A. (ur.), *Emerging Issues in Tort Law*, Oxford, 2007.
198. Wulf, C., *The Trust and Corresponding Institutions in the Civil Law*, Bruxelles, 1965.
199. Wymeersch, E., *The European Financial Supervisory Authorities of ESAs*, u Wymeersch, E., Hopt, K. J., Ferrarini, G., *Financial Regulation and Supervision, A Post-Crisis Analysis*, Oxford, 2012.
200. Yates, M., Montagu, G., *The Law of Global Custody: Legal Risk Management in Securities Investment and Collateral*, West Sussex, 2009.
201. Zanolin, L., *UCITS Funds of Hedge Funds – The New Panacea*, u Gregoriu, G. N. (ur.), *Reconsidering Funds of Hedge Funds, The Financial Crisis and Best Practices in UCITS, Tail Risk, Performance, and Due Diligence*, Elsevier Inc., 2013.
202. Zask, E., *All About Hedge Funds*, New York, 2013.

203. Zheng, L., The Behavior of Mutual Fund Investors, u Thakor, A. V., Boot, A. W. A. (ed.), Handbook of Financial Intermediation and Banking, Amsterdam, 2008.
204. Zuckoff, M., Ponzi's Scheme, New York, 2006.

IV. ČLANCI

1. Barbić, J., Imovina u društvima bez pravne osobnosti, Zbornik 49. susreta pravnika, Zagreb, 2011.
2. Belanić, L., Mihelčić, G., Promidžba i prodaja udjela i dionica u investicijskim fondovima, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 29 (1), 2008.
3. Bilić, A., Ugovor u korist trećega, Zbornik Pravnog Fakulteta u Zagrebu, 61 (6), 2011.
4. Black, B., Are Retail Investors Better Off Today, Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, 2, 2008.
5. Bowen, S. Y., Five Years Later: A Perspective on SIPC and the Financial Crisis, <http://www.sipc.org/> (23. svibnja 2014.).
6. Bradley, C., Transparency and Financial Regulation in the European Union: Crisis and Complexity, Fordham International Law Journal, 35, 2012.
7. Braut Filipović, M., Odgovornost društva majke za obveze društva kćeri, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 32 (2), 2011.
8. Braut Filipović, M., Tomulić Vehovec, M., Precontractual liability in EU and Croatian law, Harmonius Journal of Legal and Social Studies in South East Europe, 1., 2012.
9. Bukovac Puvača, M., „Sive zone“ izvanugovorne odgovornosti – područja moguće primjene pravila o odgovornosti na temelju krivnje i objektivne odgovornosti za štetu, Zbornik Pravnog fakulteta u Rijeci, 30 (1), 2009.
10. Buljanović, G., Ugovori o skrbništvu nad vrijednosnim papirima, Pravo u gospodarstvu, 2, 2011.
11. Bullard, M. E., Dura, Loss Causation, and Mutual Funds: A Requiem for Private Claims?, Cincinnati Law Review, 76 (2), 2008.
12. Burke, J. J. A., Re-Examining Investor Protection in European and the US, eLaw Journal, 16 (2), 2009.
13. Čizmić, J., O pružanju besplatne pravne pomoći, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 31 (1), 2010.
14. Corbert, C., Luxembourg Court Rejects Lawsuit Brought by Investors in Defunct Luxembourg Hedge Fund LuxAlpha SICAV Against UBS and Ernst & Young in Connection with Madoff Scandal; The Hedge Fund Law Report Offers Exclusive English-Language Translation of Court Opinion, Hedge Fund Law Report, 25. 3. 2010., <http://www.cicilycorbett.com/articles/LuxFinal.pdf> (8. svibnja 2014.)
15. Courtney, T., Binding non-signatories to international arbitration agreements: raising fundamental concerns in the United States and abroad, Richmond Journal of Global Law and Business, 8 (4), 2009.
16. Čulinović-Herc, E., Grković, N., Odjeci financijskog skandala Madoff u parničnoj praksi zemalja članica Europske unije na primjeru Luxalpha SICAV, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 63 (3-4), 2013.
17. Čulinović-Herc, E., Način postupanja investicijskih društava prema klijentima pri obavljanju investicijskih usluga i sporovi zbog povrede tih pravila, Zbornik Pravnog fakulteta u Rijeci, 31 (1), 2010.

18. Čulinović-Herc, E., Položaj (kvalificiranih) ulagatelja i novi oblici ulaganja prema Zakonu o investicijskim fondovima, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 56, 2006.
19. Čulinović-Herc, E., Pravno uređenje i nove vrste investicijskih fondova, Zbornik 40. susreta pravnika, Opatija, 2007.
20. Davis, E. E., Indemnity Between Negligent Tortfeasors: A Proposed Rationale, Iowa Law Review, 37, 1952.
21. Declerq, P. J. M., Modern analysis of the legal effect of force majeure clauses in situations of commercial impracticability, Journal of Law and Commerce, 15, 1995.
22. Derenčinović Ruk, M., Fond za zaštitu ulagatelja u Republici Hrvatskoj, Pravo u gospodarstvu, 51 (2), 2012.
23. Derenčinović Ruk, M., Uloga depozitara UCITS fondova s osvrtom na slučaj Madoff, Pravo u gospodarstvu, 1, 2014.
24. Draguiev, D., Unilateral Jurisdiction Clauses: the Case for Invalidity, Severability or Enforceability, Journal of International Arbitration, 31(1), 2014.
25. Drahozal, C. R., Nonmutual Agreements to Arbitrate, The Journal of Corporation Law, 27, 2002.
26. Einsele, D., Anlegerschutz durch Information und Beratung, Juristen Zeitung, 10, 2008.
27. Feess, E., Halfmeier, A., The German Markets Model Case Act (KapMuG): a European role model for increasing the efficiency of capital markets? Analysis and Suggestions for reform, 20 (4), 2014.
28. Galić, K., Bankarski ugovori o skrbništvu nad vrijednosnim papirima, Pravo u gospodarstvu, 5, 1999.
29. Geffen, D. M., A Shaky Future For Securities Act Claims Against Mutual Funds, Securities Regulation Law Journal, 37 (1), 2009.
30. Gessler, E., Das Recht der Investmentgesellschaften und ihrer Zertifikatsinhaber, Wertpapier- und Bankfragen, Rechtspreschung, Inhaltsverzeichnis für das 1. Halbjahr 1957.
31. Godwin, A., The Lehman minibonds crisis in Hong Kong: Lessons for plain language risk disclosure, University of New South Wales Law Journal, 32 (2), 2009.
32. Haar, B., Investor protection through model case procedures – implementing collective goals and individual rights under the 2012 amendment of the German Capital Markets Model Case Act (KapMuG), Center for Financial Studies Working Paper Series, No. 2013/21.
33. Hanotiau, B., Problems Raised by Complex Arbitrations Involving Multiple Contract-Parties-Issues, An Analysis, Journal of International Arbitration, 18 (3), 2001.
34. Henry, B., The impact of Lehman, International Financial Law Review, 28, 2009.
35. Johannsen, K. R., Jumping the Gun: Hedge funds in search of capital under UCITS IV, The Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, 5 (2), 2011.
36. Jurić, D., Društva za upravljanje investicijskim fondovima i njihove statusne posebnosti, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 29 (1), 2008.
37. Jurić, D., Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj, Financijska teorija i praksa, 29 (4), 2005.
38. Kann, van J., Redeker, R., Keiluwert, A., Überblick über das Kapitalanlagengesetzbuch (KAGB), Deutsches Steuerrecht, 29, 2013.

39. Kelley, J. D., So what's your excuse? An analysis of force majeure claims, *Texas Journal of Oil, Gas and Energy Law*, 2, 2007.
40. Köndgen, J., Die Entwicklung des privaten Bankrechts in den Jahren 1992-1995, *Neue Juristische Wochenschrift*, 49 (9), 1996.
41. Köndgen, J., Schmies, C., Die Neuordnung des deutschen Investmentrechts, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM)*, 11, 2004.
42. Kulms, R., Lehman's Spill-over Effects: Cooperation v. Regulatory Arbitrage, *Peking University Journal of Legal Studies*, 3, 2011.
43. Kumpan, C., Leyens, P. C., Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation, *European Company and Financial Law Review*, 1, 2008.
44. Lambert, R. A., Leuz, C., Verrecchia, R. E., Information Asymmetry, Information Precision and the Cost of Capital, *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 14881*, 2009.
45. Lang, N., Doppelnormen im Recht der Finanzdienstleistungen, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 4/04, 2004.
46. Lebbe, I., UCIs: Prevention of Conflicts of Interest, Protection of Assets and Liability, *Uniform Law Review*, 15 (3-4), 2010.
47. Maciejewski, M., Overview of existing collective redress schemes in EU Member States, European Parliament, Brussels, 2011., <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201107/20110715ATT24242/20110715ATT24242EN.pdf> (16. svibnja 2014.).
48. Maganić, A., Zaštita kolektivnih interesa i prava potrošača, *Zbornik 52. susreta pravnika*, Zagreb, 2014.
49. Markovinović, H., Miladin, P., Ovrha na novčanoj tražbini ovršenika po računu kod banke, *Hrvatska pravna revija*, 1, 2007.
50. Markovinović, H., Osiguranje depozita – uređenje *de lege lata* i perspektive, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, 61 (2), 2011.
51. Markovinović, H., Tepeš, N., Skrbništvo nad vrijednosnim papirima, *Zbornik 49. Susreta Pravnika*, Zagreb, 2011.
52. Mihelčić, G., Nova izlučna zaštita u ovršnom postupku i stara pitanja, *Pravo i porezi*, 12, 2012.
53. Miladin, P., Bankarski računi pravnih i fizičkih osoba, *Pravo u gospodarstvu*, 44 (4), 2005.
54. Miladin, P., Markovinović, H., Založno pravo na pravu, *Pravo u gospodarstvu*, 4, 2007.
55. Miladin, P., Odnosi ulagatelja, društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima i depozitarne banke, *Zbornik 47. susreta pravnika*, Opatija, 2009.
56. Miladin, P., Šutnja i konkludentne radnje u obveznim odnosima, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, 58 (4), 2008.
57. Moloney, N., Building a Retail Investment Culture through Law: the 2004 Markets in Financial Instruments Directive, *European Business Organization Law Review*, 6, 2006.
58. Moloney, N., Confidence and competence: the conundrum of EC capital markets law, *Journal of Corporate Law Studies*, 4 (1), 2004.
59. Moloney, N., Regulation of the Market and Intermediaries: Global Comparison and Contrast – What is Best Practice? Recent developments in UK and European Union Market and Intermediary Regulation, *Macquarie Journal of Business Law*, 5, 2008.

60. Momčinović, H., Ugovor o nalogu (mandatu), Aktualnosti Hrvatskog zakonodavstva i pravne prakse, 6, 1999.
61. Mulheran, R., Case for an Opt-Out class action for European Member States: A Legal and Empirical Analysis, Columbia Journal of European Law, 15(3), 2009.
62. Müller, K., Die Überwachung der Geschäftstätigkeit der Kapitalanlagegesellschaft durch die Depotbank, Der Betrieb, 1. Halbjahr, 1975.
63. Nesbitt, S., Quinlan, H., The Status and Operation of Unilateral or Optional Arbitration Clause, Arbitration International, 22 (1), 2006.
64. Preložnjak, B., Pravna priroda ugovora o osiguranju života vezanog uz investicijske fondove, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 61 (3), 2011.
65. Radolović, A., Pravo osobnosti u novom Zakonu o obveznim odnosima, Zbornik Pravnog fakulteta u Rijeci, 27(1), 2006.
66. Rijavec, V., Vrijednosni papiri u ovrsi, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 63 (3-4), 2013.
67. Schmolke, K. U., Kostentransparenz im Investmentrecht und Behavioral Law & Economics, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB), 6/07, 2007.
68. Schwintowski, H-P., Anleger- und objektgerechte Beratung in der Lebensversicherung, Versicherungswissenschaftliche Studien, 7, 1997.
69. Sessa, Đ., Novela Zakona o parničnom postupku, Pravo u gospodarstvu, Zagreb, 2012.
70. Smith, D. K., Regulating Investment Risk: Individuals and the Global Financial Crisis, University of New South Wales Law Journal, 32 (2), 2009.
71. Stadler, A., Developments in Collective Redress: What's New in the „New German KapMug“, European Business Law Review, 24 (6), 2013.
72. Storck, M., Gestion individuelle et gestion collective de portefeuille: principales tendances de la législation française et européenne, Revue de droit bancaire et financier, 6, 2005.
73. Stuber, W., Godel Stuber, A. M., Krause, H. et al, International Securities and Capital Markets, The International Lawyer, 43 (2), 2009.
74. Werlauf, E., Class Action and Class Settlement in a European Perspective, European Business Law Review, 24 (2), 2013.
75. Wessel-Aas, N. M., Directive on Investor Compensation Schemes, European Business Law Review, 10 (2), 1999.
76. Zetzsche, D., Zwischen Anlegerschutz und Standortwettbewerb: Das Investmentänderungsgesetz, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB), 6/07, 2007.

V. DRUGI IZVORI

1. Alternative Investment Management Association, Analysis of divergences between the EU Commission's draft regulation implementing the AIFMD and the ESMA advice, April 2012,
http://www.aima.org/objects_store/aifmd_divergences_from_esma_advice_-_aima_note_-_ec.pdf (9. travnja 2014.)
2. Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/news/2012-11-12/hsbc-settles-dublin-lawsuit-seeking-36-million-over-madoff-loss.html> (7. svibnja 2014.)
3. Civic Consulting (Lead) and Oxford Economics, Evaluation of the effectiveness and efficiency of collective redress mechanisms in the European Union, Final Report,

- 2008, http://ec.europa.eu/consumers/redress_cons/finalreportevaluationstudypart1-final2008-11-26.pdf (14. svibnja 2014.)
4. Cleary Gottlieb Wins First Madoff Case in Italy, 16. 04. 2013., <http://www.cgsh.com/cleary-gottlieb-wins-first-madoff-case-in-italy/> (9. srpnja 2014.).
5. Commission Staff Working Document, Impact Assessment, Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions, SWD (2012) 185 final, 3. 7. 2012., <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012SC0185&from=EN> (1. listopada 2013.)
6. Committee of European Securities Regulators (CESR), Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries, CESR/09-175, January 2010., http://www.esma.europa.eu/system/files/10_175.pdf (9. svibnja 2013.)
7. Committee on Economic and Monetary Affairs, Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council on investor-compensation schemes (COM(2010)0371 – C7-0174/2010 – 2010/0199(COD))
8. Consultation paper on the UCITS Depositary Function and on the UCITS managers' remuneration, AFTI & FBF Contribution, 31. siječnja 2011, dostupno na: http://www.fbf.fr/fr/files/8DVEWM/31012011_FBF_Position_EN.pdf (4. lipnja 2014.)
9. Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective, Final Report, studeni 2010., http://ec.europa.eu/consumers/strategy/docs/final_report_en.pdf (7. ožujka 2014.)
10. Consumer Policy Strategy 2007-2013, COM (2007) 99 final, 13.3.2007., Brussels.
11. Economic and Financial Affairs Council, Background, Brussels, 16 January 2009, <http://www.eu2009.cz/assets/calendar/main-events/ecofin---background.pdf> (9. travnja 2014.)
12. ESMA (European Securities and Markets Authority), <https://www.esma.europa.eu/page/News-investors>, 7. ožujka 2014.
13. ESMA (European Securities and Markets Authority), Pitfalls of online investing, 10. 9. 2012., http://www.esma.europa.eu/system/files/investor_warning_1.pdf (7. ožujka 2014.)
14. European Commission, Consultation Document UCITS – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long – term investments, Brussels, 26. 7. 2012., http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/ucits/ucits_consultation_en.pdf (7. travnja 2014.)
15. European Commission, Feedback on public consultation on the UCITS V, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/ucits/summary_of_responses_en.pdf (7. travnja 2014.)
16. European Commission, Financial Conglomerates, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-conglomerates/index_en.htm (10. ožujka 2014.)
17. European Commission, Internal Market and Services DG, Consultation Paper on the UCITS depositary function and on the UCITS managers remuneration, Brussels, 14. prosinca 2010., http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/ucits/consultation_paper_en.pdf (7. travnja 2014.)

18. European Commission, Internal Market nad Services DG, Feedback Statement – Summary of responses to UCITS depositaries consultation paper, 15. 09. 2009., http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/ucits/feedback_statement_en.pdf (4. travnja 2014.)
19. European Securities Markets Expert Group (ESME), Financial Instruments: Impact of definitions on the perimeter of FSAP Directives, 05. svibnja 2008., http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/fin-instruments-050308_en.pdf (8. srpnja 2014.)
20. Europska komisija, Alternative Dispute Resolution (ADR), http://ec.europa.eu/consumers/redress_cons/schemes_en.htm (20. svibnja 2014.)
21. Europska Komisija, Collective Redress, http://ec.europa.eu/consumers/redress_cons/collective_redress_en.htm (13. svibnja 2014.)
22. Europska komisija, Financial Dispute Resolution Network, http://ec.europa.eu/internal_market/fin-net/index_en.htm (20. svibnja 2014.)
23. Final Report of the European Investor's Working Group, Restoring Investor Confidence in European Capital Markets, ožujak 2010, www.ceps.eu/ceps/dld/2991/pdf (7. ožujka 2014.)
24. Green paper on alternative dispute resolution in civil and commercial law, COM/2002/0196 final, Brussels, 19. 4. 2002., [http://www.europarl.europa.eu/registre/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2002/0196/COM_COM\(2002\)0196_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/registre/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2002/0196/COM_COM(2002)0196_EN.pdf) (29. lipnja 2014.)
25. HANFA, Mišljenje o poslovima depozitara investicijskih fondova i poslovima skrbništva, 4. studenog 2010., <http://www.hanfa.hr/uploads/54-10-07.pdf> (17. veljače 2012.)
26. HANFA, Mišljenje o primjeni odredaba Zakona o tržištu kapitala na društva za upravljanje investicijskim fondovima koja pružaju investicijske usluge upravljanja imovinom-portfeljem i investicijskog savjetovanja, <http://www.hanfa.hr/uploads/46-10-09.pdf> (17. veljače 2012.)
27. HANFA, Priopćenje, <http://www.hanfa.hr/novosti/-439-priopcenje-u-svezi-credo-banke-dd-u-likvidacij.html> (28. srpnja 2014.)
28. HANFA, Registar društava za upravljanje UCITS fondovima, <http://www.hanfa.hr/registar/20/drustva-za-upravljanje-ucits-fondovima>, 11. ožujka 2014.
29. HANFA, Rješenje SKDD-u za obavljanje poslova Fonda za zaštitu ulagatelja od 18. lipnja 2009., NN 81/09.
30. Hrvatska narodna banka, Odluka o načinu otvaranja transakcijskih računa, NN 3/11, 35/11, 50/11, 89/11, 101/11, 135/11, 56/12, 18/13, 23/13 i 10/14.
31. Hrvatska narodna banka, Primjena podzakonskih akata Hrvatske narodne banke u odnosu na zaštitu novčanih sredstava klijenata prema odredbi članka 42. stavka 5. Zakona o tržištu kapitala i odredbi članka 3a stavka 3. Zakona o osiguranju depozita, http://www.hanfa.hr/getfile/12151/trece_uz_priopc_12122011.pdf (28. srpnja 2014.)
32. International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Objectives and Principles of Securities Regulation, 20013, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf> (7. ožujka 2014.)
33. Internet stranica EFAME (*European Fund and Asset Management Association*), <http://www.efama.org/statistics/SitePages/Statistics.aspx> (10. svibnja 2014.)
34. Internet stranica HANFE za imovinu alternativnih investicijskih fondova, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html#section3> (10. svibnja 2014.)

35. Internet stranica HANFE, Statistički podaci za imovinu UCITS fondova, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html#section3> (10. svibnja 2014.)
36. IOSCO, The Joint Forum, Principles for the supervision of financial conglomerates, rujan 2012, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD390.pdf> (10. ožujka 2014.)
37. Komisija za vrijednosne papire RH, Izvješće o radu za razdoblje od osnivanja do 31.12.1997. godine i za prvo polugodište 1998. godine, http://hidra.srce.hr/arhiva/74/74/www.crosec.hr/izvjesca/GI_KVPRH_1997_8.pdf (20. kolovoza 2014.)
38. Madoff Help, News & Assistance Website & Blog, http://www.madoff-help.com/?page_id=5226 (7. svibnja 2014.)
39. Madoff Victim Fund, <http://www.madoffvictimfund.com/> (posjet 7. svibnja 2014.)
40. Mutual Fund Prospectus Liability, Understanding and Managing the Risk, ICI Mutual Risk Management Study, January 2010, <http://www.icimutual.com/claims-trends> (20. lipnja 2014.)
41. Nacrt Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, <http://www.mfin.hr/hr/novosti/otvorena-rasprava-o-nacrtu-prijedloga-zakona-o-investicijskim-fondovima-201> (13. kolovoza 2014.)
42. Opinion of the European Central Bank of 11 January 2013 on a proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions (CON/2013/4), OJ C 96, 4.4.2013, str. 18–21.
43. Pravila Središnjeg klirinškog depozitarnog društva, 21. 10. 2013., <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:42:1569315468496501::NO::> (6. kolovoza 2014.)
44. Report of a CEPS-ECMI Task Force, Puring Old Wine Into New Skins? UCITS and Asset Management in the EU after MiFID, Brussels, 2008.
45. SKDD, Fond za zaštitu ulagatelja, <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:78:0::NO::> (26. svibnja 2014.).
46. Smjernice za provedbu revizije informacijskog sustava subjekata nadzora od strane revizorskih društava koje je donijela HANFA 7. veljače 2014., <http://www.hanfa.hr/getfile/40452/Smjernice%20za%20provedbu%20revizije%20inf.sustava%20subjekata%20nadzora%20od%20strane%20revizorskih%20dru%C5%A1ta.pdf> (13. ožujka 2014.)
47. Središnje klirinško depozitarno društvo, Fond za zaštitu ulagatelja, <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:77:0::NO::> (21. ožujka 2014.)
48. Strategic Insight, Fund fees in Europe: Analyzing investment management fees, distribution fees, and operating expenses, http://www.efama.org/Publications/Statistics/Other%20Reports/EFAMA_Fund%20Fees%20in%20Europe%202011.pdf (4. listopada 2013.)
49. Sudski registar Republike Hrvatske, <https://sudreg.pravosudje.hr/registar/f?p=150:1> (11. ožujka 2014.)
50. The Madoff Recovery Initiative, <http://www.madofftrustee.com/> (7. svibnja 2014.)
51. Uputa Središnjeg klirinškog depozitarnog društva, 21. 10. 2013., <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:42:1569315468496501::NO::> (6. kolovoza 2014.)

ABECEDNO KAZALO POJMOVA

A

AIFM (*Alternative Investment Fund Manager*) Direktiva

- utjecaj na donošenje rješenja u UCITS V Direktivi 141
- utjecaj na donošenje rješenja u ZOIFJP-u 141

- aktivna legitimacija depozitara za arbitražno rješavanje sporova između ulagatelja i društva za upravljanje 304

Asimetrična informiranost u okviru UCITS fonda 109, 125

Arbitražno rješavanje sporova između ulagatelja i društva za upravljanje

- zakonska osnova 302

D

Daljnje korištenje zasebne imovine UCITS fonda (*reuse*)

- prema rješenjima iz ZOIFJP-a 166
- prema rješenjima iz UCITS V Direktive 167

Delegacija poslova depozitara

- nužna delegacija 195
- koji poslovi se mogu delegirati 194
- odgovornost depozitara za delegirane poslove 243
- oslobođenje od odgovornosti depozitara u slučaju nužne delegacije 247
- poddepozitari 194
- raspolaganjem imovinom UCITS fonda u delegaciji 198
- razvoj regulacije u EU 193
- suglasnost HANFE 197
- svrha 192
- ugovor o delegaciji 194

Delegacija poslova društva za upravljanje 294

Depozitar

- depozitna banka 9
- obveza djelovanja u isključivom interesu ulagatelja 106, 129
- obveze depozitara v. poslovi depozitara
- odgovornost v. Odgovornost depozitara
- ovlaštene osobe 100

Distribucijski lanci 127

Društvo za upravljanje

- temeljne značajke 10
- odgovornost društva za upravljanje prema ulagateljima 290
- odgovornost društva za upravljanje za delegirane poslove 294

F

Financijski instrumenti UCITS fonda koje je depozitar dužan držati u skrbništvu

- nematerijalizirani financijski instrumenti 149

- materijalizirani financijski instrumenti koji su predani depozitaru 153

G

Globalni skrbnici 204

Gubitak finansijskih instrumenata UCITS fonda 235

H

HANFA

- uloga HANFE u investicijskom poslu 14, 27, 40, 49, 122, 176, 190, 198, 253

I

Investicijski trokut 13

K

Kapitalna povezanost između depozitara i društva za upravljanje
v. Sukob interesa između ulagatelja i depozitara

- preporuka o temeljnim načelima kolektivne pravne zaštite 280

Kompenzacijske sheme 306

Kontrola nad poslovima društva za upravljanje

- stupanj kontrole koju je depozitar dužan primjenjivati 173, 181

Kineski zid (*Chinese Wall*) 133
Kolektivni tužbeni zahtjevi ulagatelja prema depozitaru 272

L

Lehman Brothers 203

M

Madoff

- odgovornost depozitara iz prospekta 252
- odgovornost depozitara za izbor poddepozitara 246
- Ponzi shema 246

- povreda prava osobnosti ulagatelja 221
- pravo ulagatelja na izravnu tužbu prema depozitaru 264
- utjecaj na donošenje UCITS V Direktive 203

N

Naknada za upravljanje društva za upravljanje
v. sadržaj ugovora o ulaganju

- transakcijski računi za poslovne namjene 164

Neto vrijednost imovine UCITS fonda

Neplansirana novčana sredstva UCITS fonda

- kontrola depozitara nad računima na kojima se drže neplansirana novčana sredstva UCITS fonda 163
- način držanja 163
- raspolaganje neplansiranim novčanim sredstvima UCITS fonda za račun depozitara 166

- delegacija 174
- društvo za upravljanje 175
- kontrola nad izračunom 174
- odgovornost depozitara za kontrolu nad izračunom 230

Nezavisnost depozitara od društva za upravljanje

- organizacijska razdvojenost depozitara od društva za upravljanje 136
- personalna razdvojenost depozitara od društva za upravljanje 136

Nužna delegacija poslova pohrane

v. Delegacija poslova depozitara

O

Objektivna odgovornost depozitara

- naknada štete 237
- oslobođenje 238
- pretpostavke odgovornosti 234
- razlozi uvođenja 208
- šteta 234
- utjecaj francuskog prava 233
- utjecaj Madoff financijskog skandala 203

Obveza depozitara da postavlja tužbene zahtjeve prema društvu za upravljanje 192, 297

Odgovornost depozitara

- izvanugovorna odgovornost prema ulagateljima 211
- objektivna odgovornost v. Objektivna odgovornost depozitara
- odgovornost depozitara kada nudi udjela UCITS fondova za koje ujedno obavlja i poslove depozitara 250
- odgovornost depozitara za delegirane poslove 243

- oslobođenje od odgovornosti depozitara u slučaju nužne delegacije 247
- prekršajna odgovornost 252
- razlika između AIFM i UCITS V Direktive 208
- razvoj odgovornost u EU i Republici Hrvatskoj 202
- subjektivna odgovornost v. Subjektivna odgovornost depozitara
- ugovorno ograničenje odgovornosti 242
- utjecaj AIFM Direktive 208

Odvojenost poslova depozitara od ostalih poslova koje obavlja kao kreditna institucija 131

Open-end načelo 3

Otkup udjela UCITS fonda

- obustava izdavanja i otkupa udjela 171
- pravne posljedice 42
- pravo na svakodobni otkup udjela v. *open-end* načelo

P

Pažnja dobrog stručnjaka

V. Subjektivna odgovornost depozitara

Poddepozitar

v. Delegacija poslova depozitara

- odgovornost depozitara za rad poddepozitara 243
- odgovornost depozitara za izbor poddepozitara 245

Pohrana i vođenje računa zasebne imovine UCITS fonda

- regulatorni razvoj na razini EU 138
- regulatorni razvoj u Republici Hrvatskoj 138
- potvrda i provjera (verification) zasebne imovine UCITS fonda 160

- skrbništvo (custody duties) v. skrbništvo nad financijskim instrumentima UCITS fonda
- svrha 138

Poslovi depozitara

- kontrola da se prihodi i troškovi UCITS fonda koriste u skladu s odredbama ZOIFJP-a i prospektom UCITS fonda 187
- kontrola nad izdavanjem i otkupom udjela UCITS fonda 169
- kontrola da se zasebna imovina UCITS fonda ulaže u skladu s odredbama ZOIFJP-a, provedbenim propisima, te prospektom i pravilima UCITS fonda 172

- kontrola nad izračunom neto vrijednosti UCITS fondova i cijena njihovih udjela 174
- obveza depozitara da izvršava naloge društva za upravljanje u odnosu na zasebnu imovinu UCITS fonda 178
- obveza depozitara da postavlja tužbene zahtjeve prema društvu za upravljanje 192
- obveza depozitara u odnosu na korporativne akcije vezane uz zasebnu imovinu UCITS fonda 182
- prijavljivanje HANFI težih prekršaja društva za upravljanje i suradnja s HANFOM i drugim ovlaštenim osobama 190
- zaprimanje uplata koje pripadaju zasebnoj imovini UCITS fonda i nadzor nad njihovom pravovremenošću 185

Potvrda i provjera zasebne imovine UCITS fonda

- način izvršavanja poslova provjere i potvrde 161
- određenje zasebne imovine UCITS fonda koju je depozitar dužan provjeravati i potvrđivati 161

Potvrda o stjecanju udjela 96

Pravni odnos između ulagatelja UCITS fonda 97

Pravni odnos između ulagatelja i depozitara

Raspodjela imovinom UCITS fonda za račun depozitara/društva za upravljanje 166

v. Delegacija poslova depozitara

- zaseban ugovor između ulagatelja i depozitara 53
- ugovor između društva za upravljanje i depozitara sklopljen u korist ulagatelja kao treće osobe 59
- izvanugovorni pravni odnos 62

Pravila UCITS fonda

v. Ugovor o ulaganju

Pravo glasa po financijskim instrumentima UCITS fonda 182

Pravo i obveza društva za upravljanje da u svoje ime ostvaruje prava ulagatelja prema depozitaru 257

Pravo ulagatelja na izravnu tužbu protiv depozitara

- dosuda nadoknađene štete 269
- kolektivni tužbeni zahtjevi 272
- naknada štete za račun ulagatelja ili za račun zasebne imovine UCITS fonda 263
- supsidijarnost 262

Prekršajna odgovornost depozitara 252

Prisilni prijenos poslova upravljanja fondom 54

Prodajni zastupnici društva za upravljanje 123, 250

R

v. Neplasilana novčana sredstva

Regulatorni rizik kod delegacije poslova pohrane 141, 197, 199

S

Skrbnički računi 157

Skrbništvo nad financijskim instrumentima UCITS fonda

- način izvršavanja poslova skrbništva nad financijskim instrumentima UCITS fonda 154

- određenje financijskih instrumenata UCITS fonda koje je depozitar dužan držati u skrbništvu v. financijski instrumenti UCITS fonda koje je depozitar dužan držati u skrbništvu
- pravna narav 142
- sadržaj ugovora o skrbništvu 146

Stečaj poddepozitara

v. regulatorni rizik

- gubitak financijskih instrumenata UCITS fonda 236

Subjektivna odgovornost depozitara

- izmakla dobit 220
- krivnja 226
- naknada štete 228
- oslobođenje 228
- povreda prava osobnosti ulagatelja 221
- pretpostavke odgovornosti 215
- stvarna šteta (damnum emergens) 219
- štetna radnja i protupravnost štetne radnje 216

Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj

- razvoj 2

Tužba za zaštitu kolektivnih prava i interesa

UCITS fondovi

- temeljne značajke 3

Udjel UCITS fonda

- klase 93
- otkup v. otkup udjela UCITS fonda
- slobodno prenosiv nematerijalizirani financijski instrument 85
- stjecanje 92
- založno pravo 96

Ugovor o obavljanju poslova depozitara

- pravna narav 47
- sadržaj 47
- sklapanje 48
- prestanak 49

Ugovor o ulaganju

- pravna narav 15
- sklapanje ugovora o ulaganju 19
- pravila UCITS fonda 25

Zaseban ugovor između ulagatelja i depozitara

- uzročna veza 222

Sukob interesa između ulagatelja i depozitara

- depozitar kao prodajni zastupnik društva za upravljanje u nuđenju udjela UCITS fondova za koje obavlja poslove depozitara 121
- kapitalna povezanost između depozitara i društva za upravljanje 114
- položaj depozitara na tržištu kapitala 108

Suparničarstvo ulagatelja

- nužno 278
- jedinstveno 278

T

v. Kolektivni tužbeni zahtjevi ulagatelja prema depozitaru

U

- sadržaj ugovora o ulaganju 30
- prestanak 37

Ukupni troškovi UCITS fonda 35

Ulagatelji

- ulagatelji UCITS fondova 9
- zaštita malih ulagatelja u okviru UCITS fondova 6

Uredba 231/2013

- *ex ante/ex post* provođenje kontrole depozitara nad pojedinim poslovima društva za upravljanje 179
- gubitak financijskih instrumenata u skrbništvu 235
- oslobođenje od objektivne odgovornosti depozitara 240
- utjecaj na rješenja ZOIFJP-a 179

Z

v. Prisilni prijenos poslova upravljanja fondom

Zasebna imovina UCITS fonda

- odgovornost zasebne imovine UCITS fonda za obveze društva za upravljanje 68
- odvojenost zasebne imovine UCITS fonda od imovine depozitara i društva za upravljanje 75

- pravna osobnost 64

- stjecanje stvarnog položaja ulagatelja i prava u odnosu na zasebnu imovinu fonda 69
- stvarnopravno određenje 65, 73
- sastav 66
- zakonska surogacija 67
- zaštita zasebne imovine od neutemeljenih ovršnih zahtjeva 81

Zaštitna uloga depozitara prema ulagateljima UCITS fonda

v. Depozitar

Zbirni skrbnički računi

v. skrbnički računi