

INVESTICIJSKI FONDOVI KOJI ULAŽU U NEKRETNINE PREMA ZAKONU O INVESTICIJSKIM FONDOVIMA

Dr. sc. Edita Čulinović-Herc,
izvanredna profesorica
Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

UDK:
Ur.: 5. siječnja 2007.
Pr.: 25. siječnja 2007.
Izvorni znanstveni članak

Koncem 2005. godine donesen je novi Zakon o investicijskim fondovima koji je trebao uskladiti domaće zakonodavstvo s europskim u domeni otvorenih investicijskih fondova, pripremiti domaću fondovsku industriju za prekogranično pružanje usluga, a pritom je, između ostalog, regulirao i nove oblike fondova. Razlikuju se fondovi koji se nude javnom ponudom i usmjereni su prema širokom krugu ulagatelja, od onih koji se nude privatnom ponudom. Zatvoreni fondovi koji imaju pravnu osobnost mogu se nuditi jedino javnom ponudom, a to su ujedno i jedini fondovi koji predstavljaju pravno dopustivi oblik fondovskog ulaganja u nekretnine. Za razliku, otvoreni fondovi koji nemaju pravnu osobnost mogu se nuditi i privatnom i javnom ponudom, a u slučaju da se nude privatnom ponudom, ulagatelji moraju udovoljavati posebnim kriterijima. To nisu više samo institucionalni ulagatelji, već se taj pojam proširuje konceptom kvalificiranih ulagatelja, koji pojam obuhvaća i fizičke osobe. Diversifikacija fondova i ulagatelja neminovno nameće istraživanje pravnog položaja ulagatelja u pojedinim vrstama fondova, kako bi se utvrdile prednosti i nedostaci pojedinih oblika ulaganja. U ovom radu namjeravaju se istražiti osobitosti investicijskih fondova koji ulažu u nekretnine, odnosno način na koji se oni mogu ustrojiti, koji su objekti njihova ulaganja te eventualna ograničenja njihova portfelja i druge osobitosti prema kojima se razlikuju od drugih investicijskih fondova. Osim propisa sadržanih u ZIF-u analiziraju se i odobreni prospekti pojedinih investicijskih nekretninskih fondova kako bi se in concreto ispitaio stupanj zaštite ulagatelja.

Ključne riječi: *investicijski nekretninski fondovi, zatvoreni fondovi, portfelj fonda, REITs, Zakon o investicijskim fondovima.*

1. Uvod

Investicijski fondovi predstavljaju važan segment financijskog tržišta.¹ Njihov je osnovni zadatak prikupljanje novčanih sredstava od ulagatelja kako bi se taj novac uložio u vrijednosne papire ili neku drugu imovinu koja će fondu ostvariti prinos. Europska fondovska industrija raspolaže s 4,7 trilijuna EUR-a imovine koju je uložilo europsko stanovništvo, a u nekim zemljama članicama oko 20% odraslog stanovništva vlasnici su udjela u nekom od investicijskih fondova.² Zamjetno je da je u Europi, tako i kod nas značenje investicijskih fondova u stalnom porastu.³ Posebno raste važnost otvorenih fondova, koji se harmoniziraju na paneuropskoj osnovi. S obzirom na brojnost različitih ulagatelja koje atrahiraju, aktualno je i pitanje kodeksa postupanja prilikom nuđenja svih financijskih usluga, a posebice prilikom nuđenja raznih oblika ulaganja u fondove.⁴

Osnovne odrednice djelovanja (otvorenih) investicijskih fondova postavljene su u europskom pravu još 1985. godine kada je donesena tzv.

¹ Pregledno o svim segmentima europskog financijskog tržišta i okvirima njihova pravnog uređenja vidi kod: GERSTER / KLEIN / SCHOPPMANN/ WENGLER, *European Banking and Financial Services Law*, Kluwer Law International in association with European Association of Public Banks, 2004, 259 str. Okvirno o propisima kojima se reguliraju investicijski fondovi str.60-64. Za mirovinske fondove vidi 217-220. Pregled svih smjernica vidi kod: HOPT, K. / WYMEERSCH, E. *European Company and Financial law*, 3rd. ed. *Texts and leading cases*, Oxford, posebno od str. 1111 dalje. Vidi još CARTWRIGHT, P. (ed.), *Consumer Protection in Financial Services*, Part III: *Financial Services and Investments*, Kluwer Law International 1999, 163-181.

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

³ *loc.cit.*

⁴ Ideja o potrebi kreiranja kodeksa najbolje prakse ili kodeksa postupanja zasniva se još na Direktivi o investicijskim uslugama (*Investment Services Directive*) iz 1993. godine (*Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on Investment Services in the Securities Field 1993*, OJ L 141/27). Ona je uredila nekoliko važnih pitanja, a istodobno postavila osnove za donošenje pravila postupanja prema klijentima pri pružanju usluga - tzv. *conduct of business rules*. Kako je popis načela za izradu pravila postupanja iz čl.11. bio nedorečen, do prave harmonizacije nije uopće ni došlo, tako da je na europskom tržištu investicijskih usluga bilo nekoliko različitih režima, što se pokazalo otegotnim za ona društva koja su pružala usluge na prekograničnoj osnovi. O tome više, vidi: TISON, M. *Conduct of Business Rules and their Implementation in the EU Member States*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer, 2002, str. 65-99. Autor objašnjava da je većina zemalja odabrala nadzorno tijelo tržišta kapitala kao nadležno za donošenje tih pravila. Vidi još: ILMONEN, K. *Structural Implications of Upgrading the Investment Services Directive*, *International and Comparative Corporate Law Quarterly*, Vol.4 2002, str. 133-161. O potrebi redefiniranja koncepta institucionalnih investitora na način da se obuhvate i kvalificirani investitori: WELCH, J. *The Sophisticated Investor and ISD*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer, 2002, str.101-114. posebno na str.108. Autorica je anticipirala ono što je kasnije postalo kriterijima europskog zakonodavca. O dilemi trebaju li postojati posebna pravila postupanja za investicijske fondove, vidi još rad: ANNUNZIATA, F. *Conduct of business rules and collective investment schemes*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer, 2002, str. 115-125.

UCITS⁵ (I) Smjernica⁶. Ona je imala zadatak pojednostaviti prekogranično investiranje individualnih ulagatelja u fondove te uvjeta za razvoj sveeuropskog tržišta investicijskih, prije svega, otvorenih fondova. (npr. osnivanje, politika i ograničenja ulaganja, nadzor itd.) Do konsolidacije tzv. UCITS zakonodavstva, došlo je nadavno u vidu dviju novih smjernica koje se popularno nazivaju “UCITS III”. Prva se još naziva *Management Directive*⁷, a druga *Product Directive*.⁸

Prva smjernica bavi se pitanjem na koji način društvu za upravljanje investicijskim fondovima dati tzv. “europsku putovnicu” koja omogućava obavljanje djelatnosti društva u svim zemljama članicama EU. Smjernica se bavi i adekvatnošću kapitala društva za upravljanje investicijskim fondovima, pa se to pitanje također usklađuje. Druga smjernica odnosi se na uvjete osnivanja i djelovanja društva za upravljanje fondovima, i regulira pravila njihova pristupa tržištu. Njezin cilj je ukloniti sve barijere u prekograničnom marketingu i dopustiti ulaganje u široki spektar financijskih instrumenata. Na taj način se fondovi dalje disperziraju na novčane fondove, derivativne fondove, indeksne fondove te fondove koji ulažu u druge fondove. Smjernica određuje ograničenja ulaganja u svaki financijski instrument, vodeći računa da su ovo fondovi s javnom ponudom.

Europska komisija je u srpnju 2005. u “Zelenoj knjizi”⁹ identificirala dvije točke u kojima su nužne izmjene postojećeg zakonodavnog okvira. Prva je i dalje “putovnica društva za upravljanje fondovima”¹⁰. Prekogranično ulaganje u investicijske fondove nije dovoljno iskorišteno. Stoga se nastoji donijeti propise prema kojima će se za slučajeve kada investicijski fond trguje svojim udjelima u drugoj državi članici, on samo notificirati ovlaštenom tijelu.¹¹ Drugo područje odnosi se na distribuciju, prodaju i promociju fondova¹². Ulagateljima koji se susreću s kompleksnijim financijskim proizvodima fondova treba jasnije predočiti svojstva tih proizvoda i troškovi koji su s njima povezani.

⁵ UCITS ili Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities

⁶ Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities, OJ L 375, 31.12.1985, str.3.

⁷ Directive 2001/107/EC (“Management company Directive”) of 21 January 2002, OJ L 41 of 13.02.2002, str.20.

⁸ Directive 2001/108/EC (“Product Directive”) of 21 January 2002, OJ L 41 of 13.02. 2002, str.35.

⁹ Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds; SEC(2005) 947, Brussels, 12.7.2005, COM (2005) 314 final

¹⁰ tzv. “management company passport”

¹¹ Mandat za izradu vodiča za provedbu nadzora u vezi postupaka notificiranja iz sekcije VIII UCITS Smjernice dobio je CESR, tj. The Committee of European Securities Regulators. Vidi *CESR’s guidelines for supervision regarding the notification procedure according to Section VIII of the UCITS Directive*, Consultation Paper, CESR/05-484, October 2005, 29 str.

¹² Vidi *Green paper on enhancement..*, op.cit. u bilj. 8, str. 5 i dalje.

2. Razvoj tržišta investicijskih fondova u RH

Iako je u RH pravna infrastruktura fondovske industrije postavljena još 1995. godine, snažniji zamah ulaganja u fondove, pogotovo ulaganje stanovništva, bilježi se tek unatrag posljednje tri godine. U novije vrijeme fondovski oblici ulaganja jače su marketinški zastupljeni pa raste i interes građana, a time i ukupna imovina uložena u fondovsku industriju. S druge strane, 2003. godine zamjetna je vrlo niska informiranost građana o investicijskim fondovima. Jedno istraživanje¹³ provedeno te godine pokazalo je da 38% građana zna vrlo malo o investicijskim fondovima, 12% nije nikad za njih čulo, a samo 13% ispitanika bilo je dobro upoznato konceptom investicijskih fondova. Ostali ispitanici samo su čuli za fondove. To pokazuje da je u nas *equity culture* na prilično niskoj razini, i da je to segment financijskog tržišta koji tek u novije vrijeme bilježi snažniji rast.

U Republici Hrvatskoj tržišna situacija upućuje na porast važnosti otvorenih investicijskih fondova. Kod zatvorenih fondova javlja se suprotan proces te dolazi do smanjenja broja fondova. Pretpostavlja se da će se oni razvijati prije svega u pravcu specijaliziranih investicijskih fondova kao što je to slučaj upravo s fondovima koji ulažu u nekretnine. Za sada u fondove ulaže mali broj ulagatelja no do značajnijeg porasta ulaganja će doći kada investicijski fondovi počnu kroz duže vremensko razdoblje ostvarivati visoke prinose. No, iako domaća industrija investicijskih fondova iskazuje daljnju ekspanziju, dolazak stranih investicijskih fondova zbit će se predvidivo prije nego domaća industrija sazrije za oštriju tržišnu konkurenciju. Inozemni takmaci imaju više iskustva u upravljanju investicijskim fondovima, što će biti vidljivo u prodaji, marketingu, raznovrsnijem izboru ulaganja i sl. Komparativna prednost domaćih fondova biti će vjerojatno usmjerenost na domaće tržište i regiju jugoistočne Europe. Stoga je nedavna zakonodavna intervencija imala za cilj pripremiti domaću fondovsku industriju za prekogranične uvjete nuđenja usluga na unutarnjem europskom tržištu.

Prvo društvo za upravljanje investicijskim fondovima u Republici Hrvatskoj dobilo je odobrenje za rad 1997., a dvije godine poslije počinje stvarni razvoj fondovske industrije osnivanjem 7 privatizacijskih investicijskih fondova. Nagli rast započinje unatrag tri godine. Primjerice, na dan 31.12. 2003. godine neto imovina otvorenih investicijskih fondova iznosila je 2,9 milijardi kuna, a na kraju 2004. godine nastupilo je povećanje za 53%. Imovina zatvorenih fondova u Republici Hrvatskoj na isti dan iznosila 1.1 milijardu kuna.¹⁴ Da investicijski fondovi postaju sve značajniji sudionici tržišta kapitala i u Hrvatskoj, vidi se iz porasta interesa stanovništva za tim oblikom ulaganja. I premda pravne osobe još

¹³ GfK – Centar za istraživanje tržišta, 2003.

¹⁴ Izvješće Komisije za vrijednosne papire za 2004. godinu, www.crosec.hr ili www.hanfa.hr

uvijek dominiraju, udio ulaganja stanovništva stabilno raste. Osim imovine fondova povećava se i broj fondova.

Prema izvješću Komisije za vrijednosne papire za 2004. godinu, sada HANFA-e, zaključno s 31.12.2004. u Republici Hrvatskoj registriran je 41 otvoreni i 5 zatvorenih investicijskih fondova. Ukupna imovina kojom su krajem izvještajnog razdoblja upravljali investicijski fondovi iznosila je 5,7 milijardi kuna. Imovina otvorenih fondova na kraju 2004. iznosila je 4,5 milijardi kuna, a imovina zatvorenih 1,1 milijardu kuna. Tijekom 2004. godine Komisija je odobrila poslovanje dvaju novih društava za upravljanje fondovima, pa je na dan 31.12.2004. poslovalo sedamnaest društava za upravljanje investicijskim fondovima. Momentalno postoje 3 zatvorena fonda koja ulažu u nekretnine. Prvom je dozvola poslovanja izdana još 2004., a posljednji je dobio 2006. godine nakon novele ZIF-a.¹⁵ Porastu opće investicijske kulture pridonose i različite specijalizirane internetske stranice¹⁶ na kojima se mogu dobiti osnovne informacije o određenim oblicima ulaganja, usporediti prinosi različitih fondova, s obzirom da se na ovom dijelu tržišta pojavljuju novi fondovi.

Danas je situacija na tržištu već znatno drugačija, postojeća društva upravljaju s 56 otvorenih investicijskih fondova¹⁷, te sa 6 zatvorenih. Od ukupno 56 otvorenih fondova najveći iznos neto imovine imaju ZBplus (1.44 milijarde kuna) i Raiffeisen balanced (1.36 milijardi kuna).¹⁸ U pogledu prinosa najveći prinos u 2005. godini ostvario je ICF balanced (+33,05%), dok su najveće prinose u prvih 6 mjeseci 2006. godine ostvarili AUREUS Equity dionički fond (+25,74%), ICF Balanced mješoviti (+22,26%). Za obvezničke fondove najveći je prinos ostvario HI-conservative (+3,73%) i a za novčane HPB Novčani +2,74%.¹⁹ Promicanje ovog oblika ulaganja potiče i godišnja nagrada "Zlatni udjel". Nagrada za 2005. godinu pripala je društvu Raiffeisen Invest koje upravlja s nekoliko fondova. Fondovi ovog društva dobili su 8 od ukupno 9 zlatnih udjela ponajviše zbog velikih prinosa.²⁰

3. Novi zakon o investicijskim fondovima i njegove značajke

Izmjene i dopune Zakona o investicijskim fondovima zbile su se 1996. te 2001. godine, a nedavno je propis temeljito noveliran kada krajem 2005.

¹⁵ <http://www.crosec.hr/registri/zif.asp>

¹⁶ Posebice www.hrportfolio.hr

¹⁷ Na dan 31.12.2005. 6 zatvorenih fondova raspolagalo je neto imovinom od 1.537.355.798,00 kn a na dan 28. 04.2006. 56 otvorenih fondova raspolagalo je neto imovinom u iznosu od 11.656.364.952,00 kn Vidi izvješće hanfe za 2006. godine za 4 mjesec. www.hanfa.hr, stranica posjećena 5. srpnja 2006.

¹⁸ Izvješće HANFE za lipanj 2006. www.hanfa.hr, stranica posjećena 5. srpnja 2006.

¹⁹ Podaci prema www.hrportfolio.com, stranica posjećena 5. srpnja 2006.

²⁰ Podaci prema <http://www.liderpress.hr>, stranica posjećena 5. srpnja 2006.

godine donesen novi Zakon o investicijskim fondovima. U obrazloženju prijedloga zakona navodilo se nekoliko razloga za zakonodavnu intervenciju. Između ostalog, smatralo se potrebnim uvesti **poseban tretman za kvalificirane ulagatelje** koji su u stanju preuzeti veći ulagački rizik.

Uvođenje termina kvalificiranog ulagatelja označava ujedno i reviziju stare podjele na institucionalne i individualne ulagatelje, jer se kao kvalificirani ulagatelji sada mogu pojaviti i fizičke osobe, što je kod institucionalnih *per se* isključeno. Pojam kvalificiranih ulagatelja u europskom je pravu uređen Smjernicom o prospektu,²¹ zbog toga jer se javne ponude vrijednosnih papira upućene kvalificiranim ulagateljima u cijelosti izuzimaju iz polja primjene smjernice. Ista smjernica definira kvalificirane ulagatelje kao pravne osobe koje su ovlaštene djelovati na financijskom tržištu, uključujući: banke, investicijska društva, osiguravajuća društva, investicijske fondove i društva koja njima upravljaju, mirovinske fondove i društva koja njima upravljaju, kao i druge osobe koje nisu ovlaštene da djeluju na financijskom tržištu, ali čiji je osnivački cilj isključivo investirati u vrijednosne papire. Nacionalne i regionalne vlade, središnje banke međunarodne i naddržavne institucije (kao *World bank* i dr.) također ulaze u ovu kategoriju. Druge pravne osobe, koje se ne smatraju malim ili srednje velikim poduzećem (*small and medium sized companies, SME*)²², također se smatraju kvalificiranim ulagateljima. Novo je što i fizičke osobe koje izričito zahtijevaju da ih se smatra kvalificiranim ulagateljima, mogu to biti ukoliko zadovoljavaju najmanje 2 (od 3) kriterija.²³

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

²¹ Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to tradind and amending Directive 2001/34/EC.

²² Ovim pojmom označavaju se društva koja prema svojem posljednjem završnom računu ispunjavaju najmanje 2 od 3 kriterija: prosječan broj zaposlenika tijekom posljednje financijske godine manji od 250, ukupna bilanca ne prelazi iznos od 43.000.000 EUR i godišnja neto dobit ne prelazi 50.000.000 EUR, vidi čl.2.st.1.f) iste smjernice.

²³ Zahtjeva se da je ulagatelj fizička osoba obavljao transakcije u značajnom opsegu na tržištu vrijednosnih papira s prosječnom učestalošću od 10 više po kvartalu u odnosu na prethodna četiri kvartala; veličina ulagateljevog portfelja prelazi 0,5 milijuna EUR; ulagatelj radi ili je radio u financijskom sektoru najmanje 1 godinu na stručnom položaju koji zahtijeva znanje o ulaganju u vrijednosne papire, vidi čl.1.st.2. Smjernice o prospektu.

Zatvoreni fondovi nisu predmet europskog harmoniziranog prava, pa je razvoj zatvorenih fondova ostao u domeni nacionalnih zakonodavstava. Oni se u nas definiraju isključivo kao zatvoreni fondovi s javnom ponudom čiji najniži iznos temeljnog kapitala mora biti 5 milijuna kuna. Dionice ovog fonda moraju biti uvrštene na burzu ili uređeno javno tržište, u protivnom to treba biti jasno naznačeno u tvrtci. Utvrđena su ograničenja ulaganja zatvorenog fonda i ovo je jedina vrsta investicijskih fondova s javnom ponudom koji mogu biti posebno osnovani za direktno ulaganje u nekretnine. Otvoreni fondovi usklađuju se s europskim pravom.

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

Sustavna pravna evaluacija pravnih propisa vezanih za investicijske fondove u hrvatskom pravu za sada izostaje. Pravnici se nerado bave investicijskim fondovima, smatrajući ih u srži sofisticiranim financijskim proizvodom i stoga "temom za ekonomiste".²⁴ U poredbenom pravu novija

²⁴ Od ekonomske literature uz prvi ZIF, vidi SAMODOL, A., *Investicijski fondovi*, Infoinvest, Zagreb, 1995; isti autor: *Financijska tehnologija i investicijski fondovi*, Zagreb, 1999. Od pravne literature uz prvi ZIF vidi CVRČIĆ, R., *Investicijski fondovi kao oblik organiziranog ulaganja kapitala*, Pravo u gospodarstvu, br. 5/6 1996; i GIUNIO, M., *Marginalije uz zakone o investicijskim fondovima i vrijednosnim papirima*, Hrvatska gospodarska revija, Zagreb, br. 2/96; Od novije ekonomske literature vidi MRDULJAŠ, L., *Otvoreni investicijski fondovi na hrvatskom tržištu kapitala*, Računovodstvo i financije br. 5/2003 PROHASKA, Z., *Investicijski fondovi u svijetu i u zemljama u tranziciji*, Informator, Zagreb, 1999; RUŽIĆ, T. *Investicijski*

litaratura bavi se ulogom investicijskih fondova kroz prizmu njihova položaja u (dioničkim) društvima u čije vrijednosne papire ulažu, te koju ulogu imaju u korporativnom upravljanju.²⁵ Predvidivo je da će interes domaće pravničke struke rasti ako volumen trgovanja udjelima statistički bude utjecao i na povećanje broja sporova između ulagatelja i fondova. Evaluacija stupnja zaštite nije jednostavna u sustavu univerzalnog bankarstva s obzirom da banke mogu nuditi praktično sve financijske usluge, pa se banke često pojavljuju u nekoliko različitih, a katkad i nespojivih uloga. Općenito govoreći, spajanje bankarstva i tržišta vrijednosnih papira neminovno dovodi u pitanje usklađivanje propisa kojima se mora zaštititi korisnike univerzalnih usluga. Ovo podrazumijeva i povećanu odgovornost institucija zaduženih za nadzor. Naime, razlika između banaka, društava za osiguranje kao i drugih institucija tržišta kapitala postaje sve nejasnija posebice nakon spajanja i preuzimanja banaka čime se kreiraju multinamjenski financijski konglomerati.²⁶

fondovi u Republici Hrvatskoj kao područje izvan kontrole Agencije za zaštitu tržišnog natjecanja, Hrvatska pravna revija, 1 (2001), 2 SLADONJA, I. *Razvoj investicijskih fondova u Hrvatskoj*, Osiguranje, Zagreb, 44(2003),12; SEKULIĆ GRGIĆ, D., *Oporezivanje investicijskih fondova*, Suvremeno poduzetništvo, Zagreb, 9 (2002), 9 Od novije pravne literature vidi: MAUROVIĆ, LJ. *Investicijski fondovi - nova filozofija ulaganja u Hrvatskoj*, Slobodno poduzetništvo, br. 11/12 1998. MAUROVIĆ, LJ., *Usklađivanje pravila ulaganja otvorenih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj s pravom Europske unije*, Hrvatska pravna revija, Zagreb, 2(2002),5; Usporedbu investicijskih fondova prema novom ZIF-u vidi: ČULINOVIĆ-HERC, E. *Položaj (kvalificiranih) ulagatelja i novi oblici ulaganja prema Zakonu o investicijskim fondovima*, Zbornik PFZ, 56, Posebni broj, spomenica akademiku Jakši Barbiću, str. 45-85 (2006)

²⁵ O povećanju značaja institucionalnih ulagatelja (banaka, investicijskih fondova, osiguratelja) te o povećanju njihova udjela u dioničarskoj strukturi, vidi GERKE/ BANK / STEIGER, *The Changing Role of Institutional Investors – A German Perspective*, u: HOPT/ WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets and Company law*, Oxford University Press, New York 2003, str.357-386. O pitanjima prekograničnog ostvarenja prava glasa na skupštini dioničkog društva važnog za investicijske fondove koji ulažu na prekograničnoj osnovi vidi: WINTER, J. *Cross-border Voting in Europe*, HOPT/ WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets and Company law*, Oxford University Press, New York 2003, str. 387-426. Raspravu o ulozi institucionalnih investitora u korporacijskom upravljanju iza španjolsko pravo vidi: GARRIDO / ROJO *Institutional Investor and Corporate Governance: Solution or Problem*, HOPT/ WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets and Company law*, Oxford University Press, New York 2003, str. 427 – 448; te GARRIDO, J.M. *Optimism and pessimism: Complementary Views on the Institutional Investors' Role in Corporate Governance*, HOPT/ WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets and Company law*, Oxford University Press, New York 2003, str.449-458.

²⁶ Također postoji i jaka tendencija koncentracija u bankovnom sektoru. Vidi PETROVIĆ, S. / RUŽIĆ, T. *Koncentracije banaka*, Hrvatska pravna revija 9 (2001) str.60-71. Vidi interesantnu noviju studiju, LJUBAJ, I. *Indeksi koncentracije bankarskog sektora u Hrvatskoj*, Hrvatska narodna banka, Zagreb, listopad 2005., str. 1-42. Na tragu ostvarenja učinkovitog nadzora nad multinamjenskim financijskim konglomeratima, HNB i HANFA su osnovale Odbor za nadzor financijskog sustava, s obzirom da se financijske institucije danas u Hrvatskoj okupljaju oko velikih stranih banaka tvoreći financijske konglomerate ili financijske grupe koje kapital alociraju na način da maksimiziraju dobit. Višeslojnost im omogućava da zaobilaze razne propise te se povećava vanjski dug

4. Nadzor nad tržištem investicijskih fondova

Do donošenja Zakona o osnivanju Agencije za nadzor financijskih usluga, nadzorne ovlasti na tržištu kapitala bile su razdijeljene. Investicijski fondovi, odnosno društva za upravljanje investicijskim fondovima bili su pod nadzorom Komisije za vrijednosne papire. Kako se navodi u obrazloženju Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (HANFA, u daljnjem tekstu: ZA),²⁷ zajednički problem bankovnog i nebankovnog financijskog sektora je model upravljanja rizicima odnosno nadzor poslovanja financijskih institucija. Stoga je u Republici Hrvatskoj izabran konsolidirani nadzor putem jedne institucije koja regulira i nadzire sve institucije nebankovnog segmenta financijskog tržišta. U tom smislu potpuno objedinjeni nadzor već se provodi u nekim zemljama²⁸, dok u drugim zemljama postoji djelomično objedinjen nadzor s dva nadzorna tijela: primjerice posebno tijelo za nadzor banaka, a posebno za nadzor osiguranja i tržišta vrijednosnih papira.²⁹

Kako je Agencija započela s radom tek 1. siječnja 2006., u subjekte koje sada nadzire ubrajaju se financijske institucije koje je neposredno kontrolirala dosadašnja Komisija za vrijednosne papire, kao što su: investicijski fondovi, izdavatelji vrijednosnih papira povodom odobravanja emisija, nadzor trgovanja tim vrijednosnim papirima koji se odvija na burzama.³⁰ Nadzorom su obuhvaćeni obvezni i dobrovoljni mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, društava za posredovanje u osiguranju te leasing i faktoring društva. Sektor banaka i dalje nadzire Hrvatska narodna banka. Međutim, odredbe ZA-a utvrđuju obvezu suradnje između Agencije

²⁷ Izglasan 17. studenog 2005., stupio na snagu 1.01.2006. NN, br.140/2005.

²⁸ Primjerice: Danska, Mađarska, Malta, Irska, Island, Japan, Norveška, Švedska, Velika Britanija, Austrija, Njemačka, Luksemburg, Estonija, Litva, Češka, Slovačka i Bugarska. Pregledno o trendu objedinjavanja financijske supervizije s komparativnim prikazom zemalja članica EU vidi kod MALETIĆ, Č. *Zaštita potrošača kao cilj bankovne supervizije*, u: TOMLJENIĆ, V. / ČULINOVIĆ-H, E. *Zaštita potrošača i ulagatelja u europskom i hrvatskom pravu – izazovi međunarodnog tržišta roba i kapitala*, Pravni fakultet u Rijeci, Rijeka 2005, str.257-278. O motivima integracije vidi pregledno kod BRIAULT, C. *The Rationale for a Single National Regulator*, Occasional Paper, May 1999, www.fsa.uk Vidi još COURTIS, N. (ed.) *Central Banking Publications, How Countries Supervise their Banks, Insurers and Securities Market 2002*, London 2002, str. 21 i dalje. Za širi pregled problematike vidi ABRAMS / TAYLOR *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision* IMF Working Paper WP/00/213, Monetary and Exchange Affairs Department, 2000. BALDWIN, B / KOURELIS, A. *Consolidated Supervision: Managing the Risks in a Diversified Financial Services Industry*, International Monetary Fund, Monetary and Exchange Affairs Department, 2002. BARTH, J. / CAPRIO, G. / LEVINE, R. *Bank Regulation and Supervision: What Works Best?* World Bank Policy Research Working Paper 2725, 2001. BARTH, J. / DOPICO, L. / NOLLE, D. *An International Comparison and Assessment of the Structure of Bank Supervision* Mimeo, Auburn University, 2002.

²⁹ Belgija, Australija, Kanada, Finska, Luksemburg i Švicarska.

³⁰ U 2004. godini Zagrebačka burza je imala kapitalizaciju dionica 63 milijarde kuna, a Varaždinska burza 32 milijarde kuna.

i Hrvatske narodne banke čiji će Sektor bonitetne regulative i nadzora banaka biti pripojen Agenciji u srednjoročnom razdoblju. Na taj će način Hrvatska narodna banka i Agencija, koje odgovaraju Hrvatskom saboru, preuzeti regulatornu i nadzornu funkciju cijelog financijskog sustava u Republici Hrvatskoj.³¹ U posljednje vrijeme naročito je aktualno pitanje objedinjavanja nadzora zbog toga jer se davatelji financijskih usluga na hrvatskom financijskom tržištu okupljaju oko velikih stranih banaka tvoreći konglomerate ili financijske grupe koje kapital raspoređuju unutar grupe na način da maksimiziraju dobit. Pri tome često zaobilaze razne propise nadzornih institucija, pogotovo one o vanjskom zaduživanju.³²

U sklopu svojih nadzornih ovlasti HANFA obavlja nadzor poslovanja društava za upravljanje investicijskim, mirovinskim fondovima, kao i nad samim investicijskim i mirovinskim fondovima, nalaže mjere za otklanjanje utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti, daje i oduzima odobrenje za obavljanje poslova osnivanja i upravljanja investicijskim fondovima. Nadzorne funkcije usmjerene su prvenstveno na nadzor financijskog poslovanja društava i fondova, pri čemu se najviše nadzire pridržavanje zakonskih ograničenja ulaganja kod pojedinih fondova.

5. Kriteriji razlikovanja investicijskih fondova

Prvi kriterij razlikovanja investicijskih fondova je pravna osobnost fonda. Ako je fond pravna osoba, tada je to isključivo dioničko društvo, međutim fond može biti i imovina. U prvom slučaju govorimo o zatvorenom, a u drugom o otvorenom investicijskom fondu. Prema čl.3.st.2. ZIF-a investicijski fond je definiran kao pravna osoba ili kao imovina “u kojoj se sudjelovanje – bilo putem dionica, udjela ili kakvog prava – nudi s ciljem prikupljanja uloga u gotovom novcu te s izričitom namjerom ulaganja više od 60% tih uloga u portfelj vrijednosnih papira, novčanih depozita i svih drugih vrsta imovine, pri čemu ulagatelji nemaju svakodnevni nadzor nad donošenjem odluka o ulaganjima, a osnovni je cilj osigurati ulagateljima povrat na njihova ulaganja, i to bilo u dobiti ili kakvoj drugoj koristi”.

Investicijski fondovi predstavljaju takav oblik ulaganja kod kojeg zbog postojanja svakodobne mogućnosti isplate udjela u fondu (kod otvorenih investicijskih fondova) i periodične isplate udjela u dobiti ulagateljima izraženiji je zahtjev za likvidnim oblicima ulaganja, a s druge strane investicijski fondovi su takav oblik ulaganja koji omogućavaju preuzimanje većeg ulagateljskog rizika. Pravo na udio u dobiti ne regulira se zakonom

³¹ Vidi obrazloženje konačnog prijedloga Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, www.sabor.hr

³² HNB i HANFA sklopile su Sporazum o suradnji i osnovale Odbor za nadzor financijskog sustava upravo s tim ciljem.

već prospektom, odnosno statutom fonda. Pravo na udio u dobiti jednako postoji kod obje vrste fondova, ali samo osobama koje su uložile u otvorene fondove pripada uz to još i pravo svakodobne isplate udjela u fondu (čl.87. ZIF).

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

Kod zatvorenih fondova koji su po svojoj pravnoj naravi dioničko društva, razlikuju se zatvoreni investicijski fond s javnom ponudom za ulaganje u neuvrštene vrijednosne papire i zatvoreni investicijski fond s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine (čl.12. ZIF). Kod njih nema privatne ponude. Diversifikacija fondova po podvrstama također je u nadležnosti Agencije za nadzor financijskih usluga (čl.14. ZIF). Inače po zakonskoj definiciji, sadržanoj u čl.60. ZIF-a, zatvoreni fond jest dioničko društvo što ga, uz odobrenje Agencije, osniva i njime upravlja društvo za upravljanje fondovima kojemu je predmet poslovanja prikupljanje novčanih sredstava javnom ponudom svojih neograničeno prenosivih dionica i ulaganje tih sredstava uz uvažavanje razdiobe rizika. Kako zatvoreni fond ima i svoj temeljni kapital, čl.62. ZIF-a propisan je i najniži iznos temeljnog kapitala koji iznosi kod zatvorenoga investicijskog fonda s javnom ponudom 5.000.000,00 kuna. Dopušteno je samo simultano osnivanje zatvorenog fonda jer njegove dionice moraju biti u cijelosti uplaćene prije nego što se osnivani fond upiše u sudski registar. Dionice zatvorenoga investicijskog fonda s javnom ponudom prema čl.64.st.3. ZIF-a mogu biti samo redovne dionice, a moraju biti uvrštene na burzu ili uređeno javno tržište. I naravno, zatvoreni fond ne može otkupiti dionice od svojih ulagača.

Drugi kriterij razlikovanja je u načinu prikupljanja kapitala. Udjele, odnosno dionice fondova može se nuditi javnom ili privatnom ponudom. Prema čl.2. ZIF-a izraz otvoreni investicijski fond označava tri vrste (otvorenih) fondova: otvoreni investicijski fond s javnom ponudom, otvoreni investicijski fond s privatnom ponudom, otvoreni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom. Znači da otvoreni fondovi mogu biti i fondovi s javnom i fondovi s privatnom ponudom. S druge strane, zatvoreni investicijski fond može biti samo fond s *javnom ponudom*. To znači da kod zatvorenih fondova nema privatne ponude.

Da bi se razgraničilo fondove po načinu prikupljanja kapitala, potrebno je krenuti od definicije javne ponude. Iako sam naziv implicira prikupljanje kapitala od široke ulagateljske publike, zakonska definicija u čl.11. ZIF-a javnom ponudom smatra bezuvjetni poziv za kupnju udjela ili dionica u fondu upućen *neodređenom broju osoba*, na zakonom uređeni način. Zakon presumira postojanje javne ponude. Međutim, ako je ponuda

usmjerena isključivo prema ograničenoj skupini koja odgovara određenju pojma kvalificiranih ulagatelja sukladno zakonu, odnosno ako se zahtjevi za upis mogu prihvatiti samo od osoba koje odgovaraju određenju pojma kvalificiranih ulagatelja, tada se ne radi o javnoj ponudi. Iako upućivanje javne ponude “na zakonom uređeni način” implicira da se ponuda distribuira sredstvima javnog priopćavanja, to izgleda nije sastavni dio definicije, već proizlazi da je dioba između privatne i javne ponude određen primarno krugom subjekata kojima je ona upućena, što je redakcijska nedosljednost koju bi valjalo ispraviti. Usporedbe radi, Zakon o tržištu vrijednosnih papira (ZTVP) koji je *lex generalis* za sve plasmane vrijednosnih papira, u čl.2.t.7. javnu ponudu vrijednosnih papira definira kao “poziv na upis vrijednosnih papira upućen neodređenom broju osoba putem sredstava javnog priopćavanja”.³³ Iz ovakvog uređenja pojma javne ponude iz ZIF-a proizlazi da je javnu ponudu moguće plasirati i “privatno”.

Treći kriterij razlikovanja je u osobi koja je potencijalni ulagatelj u pojedine vrste fondova. Ovaj se kriterij preklapa s kriterijem načina prikupljanja kapitala jer se podrazumijeva da se udjeli ili dionice fonda koji se plasiraju privatnom ponudom upućuju tzv. kvalificiranim ulagateljima. Oni su zakonom definirani kao ulagatelji koji na temelju važećeg odobrenja posluju kao investicijski ili mirovinski fond, kao društvo za upravljanje investicijskim ili mirovinskim fondom, kao banka, kao osiguravajuće društvo ili kao brokersko društvo, te sva druga trgovačka društva *ili fizičke osobe*. Bitna je novost u odnosu na ranije uređenje da se i fizičke osobe mogu smatrati kvalificiranim ulagateljima, što znači da je pojam institucionalnog ulagatelja napušten. Međutim, za sve te subjekte vrijedi dodatan uvjet da neto vrijednost imovine tih društava i fizičkih osoba mora prelaziti iznos od 1.500.000,00 kuna a da pritom te osobe za potrebe ulaganja u određeni investicijski fond raspoložu gotovim novcem u iznosu od najmanje 750.000,00 kuna. Ako se radi o kvalificiranim ulagateljima u fondove rizičnog kapitala, tada se primjenjuju još viši pragovi: imovina tih istih subjekata treba imati neto vrijednost od 20.000.000,00 kuna, a gotov novac za ulaganje u fond treba iznositi najmanje 10.000.000,00 kuna.³⁴

³³ Prema čl.2.t.7. ZTVP-a “javna ponuda vrijednosnih papira” je poziv na upis vrijednosnih papira upućen neodređenom broju osoba putem sredstava javnog priopćavanja. Detaljnu analizu pojma javne i privatne ponude u kontekstu primjene ZTVP-a, te također izdanja koja se izuzimaju vidi kod: ČULINOVIĆ-HERC, E. *Prospekt pri javnoj i privatnoj ponudi vrijednosnih papira – Zakon o tržištu vrijednosnih papira ipravci razvoja u europskom pravu*, Zbornik PFR, vol.24, br. 1 (2003) str.113-144.

³⁴ S obzirom da se u ovim pitanjima naše pravo usklađuje s europskim pravom, definicija kvalificiranih ulagatelja – fizičkih osoba zahtijeva osim vrijednosti portfelja i ispunjenje dodatnih uvjeta. Zahtijeva se da je ulagatelj fizička osoba obavljao transakcije u značajnom opsegu na tržištu vrijednosnih papira s prosječnom učestalošću od 10 više po kvartalu u odnosu na prethodna četiri kvartala; veličina ulagateljevog portfelja prelazi 0,5 milijuna EUR; ulagatelj radi ili je radio u financijskom sektoru najmanje 1 godinu na stručnom položaju koji zahtijeva znanje o ulaganju u vrijednosne papire. Prema tome naše pravo od tri uvjeta *stricto sensu* ne

5. Fondovi koji ulažu u nekretnine

5.1. Nastanak i razvoj investicijskih fondova koji ulažu u nekretnine

Ovi fondovi pojavili u SAD-u na prijelazu devetnaestog u dvadeseto stoljeće. Popularni REIT-ovi (*real estate investment trust*) u to vrijeme pružali su izvrsnu zaštitu svojim ulagateljima od dvostrukog oporezivanja jer se nije oporezivala dobit pravne osobe (*trusta*) pod uvjetom da se dobit podjeli ulagateljima, pa se ta dobit oporezivala kao osobni prihod (dohodak). Novi zamah REIT-ova bilježi se početkom 60-tih godina prošlog stoljeća, kada im se vratio povoljan porezni tretman koji je od 30-tih godina dvadesetog stoljeća bio ukinut. Na američkom tržištu investicijskih nekretninskih fondova iskristaliziralo se nekoliko oblika investicijskih fondova koji ulažu u nekretnine³⁵. Prvi su: *equity REITS*, ili dionički fondovi koji su najčešći oblik investicijskog nekretninskog fonda – oni su vlasnici i upravljaju nekretninama koje donose prihod. Kao osobe koje upravljaju nekretninom uključuju se u širok spektar aktivnosti povezanih s nekretninom, kao što su leasing, razvoj nekretnine i nuđenje usluga osobama koje se nalaze u posjedu nekretnina. Glavna razlika između REIT-a i drugog trgovačkog društva koje posluje s nekretninama u tome je što REIT mora steći i razviti svoje nekretnine primarno da bi njima upravljao kao s dijelom svojega portfelja, a ne da ih proda nakon što ih je oplemenio i razvio. *Mortgage REITS* izravno pozajmljuju novac vlasnicima nekretnina (*owners and operators*) ili kreditiraju vlasnike neizravno otkupom njihovih dugova ili otkupom vrijednosnih papira u kojima je inkorporirano založno pravo (*mortgage*) na nekretnini (*mortgage-backed securities*).³⁶ Mnogi moderni REIT-ovi potonjeg tipa upravljaju rizikom kamatnih stopa uz korištenje sekuriziranih *mortgage*-a i primjenom dinamičnih *hedging* tehnika. Postoje i *hybrid REITS* koji kombiniraju tehnike ulaganja prethodnih tipova.

Zakon o reformi poreza SAD-a (*The Tax Reform Act*) iz 1986. godine radikalno je izmijenio ulaganje u nekretnine u dva pravca. Kao prvo, zakon je drastično umanjio mogućnost da se pri investiranju u nekretnine koriste porezne pogodnosti (*tax shelter*). Konkretno, ograničila se mogućnost odbijanja kamata, produženi su periodi deprecijacije nekretnine

ispunjava niti jedan. S obzirom da ulagatelj mora imati portfelj 500.000,00 EUR, veličina njegovog portfelja u kunama trebala bi približno iznositi 3.600.000,00 kn. Čak i ako se zbroje financijski pokazatelji imovine i gotovog novca spremnog za ulaganje iznos nije niti približan onome iz čl.1.st.2. Smjernice o prospektu. S druge strane, europsko pravo zahtijeva kao dodatne kriterije učestalost obavljanja transakcija i profesionalnu osposobljenost osobe, što naše pravo uopće ne zahtijeva.

³⁵ <http://www.sec.gov/answers/reits.htm>, stranica posjećena 27.10.2006.

³⁶ Mortgage je zapravo bliži fiducijarnom prijenosu vlasništva. Vidi ČULINOVIĆ-HERC, E. Ugovorno osiguranje tražbina zalaganjem pokretnih stvari bez predaje stvari u posjed vjerovnika, Pravni fakultet u Rijeci, Rijeka 1998, str. 10-11.

i ograničena je uporaba tzv. "pasivnih gubitaka". To je značilo da su REIT-ovi morali postati ekonomični i prihodovno orijentirani. Međutim, isti je zakon omogućio REIT-ovima ne samo da budu vlasnici, nego također i da upravljaju i operiraju nekretninama komercijalnog tipa koje stvaraju prihode. To su mogli činiti na način da pružaju "uobičajene" usluge koje su povezane s vlasništvom na nekretnini, što ranije nije bio slučaj.³⁷ Međutim, bez obzira na te promjene, REIT-ovi nisu odmah procvjetali. Tijekom osamdesetih godina prošlog stoljeća banke osigurateljska društva i mirovinski fondovi uspješno su držali korak s takvim oblikom financiranja, a situaciji je potpomogla činjenica da su za kupnju nekretnina postali zainteresirani i japanski investitori. Međutim, tijekom devedesetih godina prošlog stoljeća kreditna kriza, spomenuti Zakon o reformi poreza i preizgrađenost tj. višak ponude, doveli su do pada na tržištu nekretnina. Tako je u tom razdoblju vrijednost komercijalnih nekretnina pala između 30 i 50%. Krediti, odnosno općenito kapital za nekretnine komercijalnog tipa postao je vrlo nedostupan. Stoga su mnoga trgovačka društva za poslovanje s nekretninama odlučila prikupiti kapital javnom ponudom, ulaganjem u REIT-ove. Investitori su prepoznali da će stanje na tržištu nekretnina uskoro popraviti i tako je počeo brzi rast REIT-ova. Nekretninski fondovi ulažu u različite vrste nekretnina: trgovačke centre, stambene objekte, skladišne prostore, uredske prostore, hotele itd. Neki se fondovi specijaliziraju za ulaganja u samo jednu vrstu nekretnina kao što su npr. trgovački centri, skladišni prostori ili tvorničke hale. Neki od njih ulažu samo u nekretnine koje imaju veze sa zdravstvenom njegom poput općih i specijalističkih bolnica, staračkih domova te pratećih objekata.

Vrlo važan propis za poimanje prednosti investicijskih nekretninskih fondova sadržan je u *Internal Revenue Code*.³⁸ Da bi se neko trgovačko (dioničko) društvo kvalificiralo kao REIT, **ono mora isplatiti 90% svog oporezivog prihoda dioničarima**. Također, mora uložiti barem 75% svoje ukupne imovine u nekretnine. Nadalje, 75% prihoda mora pritjecati od najmova i kamata na hipotekarne kredite koje društvo plasira. Prema tome, najvažnija korist koju društvo ima ako se kvalificira kao REIT je jedna razina oporezivanja, dok se najvažnije ograničenje sastoji tome što se prihodi mogu generirati samo iz određenih izvora. Nadalje, zahtjeva se disperzija članskoj strukturi društva. Dioničko društvo koje se kvalificira kao REIT mora imati više od 100 dioničara, pri čemu dionice moraju biti slobodno prenosive. Pritom se jedino zakonsko ograničenje sastoji u tome da svaki fond mora imati najmanje sto dioničara od kojih petero ne smije imati više od pola vrijednosti fonda. Također se zahtjeva da do 5 pojedinih ulagatelja ne smije imati kontrolni paket dionica veći od 50%.

³⁷ http://www.mack-cali.com/investors/about_reits/, stranica posjećena 27.10.2006.

³⁸ Vidi posebno sec. 721 The Internal Revenue Code, <http://www.transunionexchange.com>, stranica posjećena 27.10.2006.

Kao komparativne prednosti ovog oblika ulaganja ističu se likvidnost, sigurnost i profitabilnost.³⁹ Investicijski fondovi koji ulažu u nekretnine pomogli su da ulaganje u nekretnine postane likvidno. S obzirom da u SAD-u postoji više od 200 REIT-ova koji su *public companies*, ulagatelji mogu kupovati i prodavati svoje dionice u njima ovisno o tome kakav portfelj fonda preferiraju, pri čemu mogu birati i različit profil upravljanja nekretninama koji pojedini REIT prakticira. Time se uklanja jedan od najvećih nedostataka ulaganja u nekretnine. Što se tiče sigurnosti, s obzirom da je nekretnina tjelesna nepotrošna stvar koja je dugotrajna imovina i koja tijekom svog postojanja ima sposobnost generiranja prihoda svom vlasniku, ulagatelji su oduvijek povezivali ulaganje u nekretnine sa sigurnošću. Danas ta sigurnost dolazi iz stupnja informiranosti. Kako su većina REIT-ova javna dionička društva, ona imaju obvezu objavljivanja i obavještanja javnosti o određenim informacijama, a ključni dokumenti društva moraju se dostavljati američkoj Komisiji za vrijednosne papire (SEC), te se mogu javno razgledati u bazi podataka EDGAR. Argument profitabilnosti je možda najjači s obzirom da po samom zakonu REIT-ovi moraju isplaćivati barem 90% oporezivog prihoda dioničarima kako bi im se umanjila porezna osnovica. U SAD-u postoji 180 REIT-ova koji su registrirani pri SEC-u. Njihova ukupna imovina iznosi preko 300 milijardi dolara. Krajem 2002. godine više od dvije trećine nekretninskih fondova uvršteno je na najznačajnije američke burze: 139 REIT-ova je na *New York Stock Exchange*, 30 ih ima na *American Stock Exchange*, a 7 ih je uvršteno na *Nasdaq National Market System*. Pored navedenih, postoje i brojni nekretninski fondovi koji nisu registrirani pri burzama. Postoji i američko nacionalno udruženje investicijskih fondova koji ulažu u nekretnine (*National Association of real Estate Investment Trusts*).⁴⁰

5.2. Domaće tržišno okruženje

Naši ulagatelji tradicionalno su skloni ulaganju u nekretnine.⁴¹ Međutim, s obzirom da smo svjedoci porasta ulaganja u otvorene investicijske fondove, vidljivo je da se mentalitet hrvatskih ulagatelja pomalo mijenja. Kako se kod investicijskih fondova koji ulažu u nekretnine kombiniraju osobine ulaganja i u fondove i u nekretnine izravno, ulagatelj koji raspolaže s viškom novca morao bi prije nego što uloži u investicijski nekretninski fond dobiti odgovor na pitanje zbog čega bi ulaganje u investicijske nekretninske fondove bilo bolje od ulaganja u nekretnine. Kupnja vlastite kuće koja se financira kreditom predstavlja trošak koliko i ulaganje, jer takva kupnja ne

³⁹ http://www.mack-cali.com/investors/about_reits/, stranica posjećena 27.10.2006.

⁴⁰ Vidi <http://www.nareit.org>

⁴¹ Vlatko Dubravica - Kapital, ožujak 1998

“proizvodi” tekući dohodak, a zahtijeva redovite mjesečne otplate glavnice i kamata te druge povremene troškove (npr. troškove održavanja).

5.3. Rizici i čimbenici koje je potrebno uzeti u obzir kod ulaganja u nekretninske fondove

Prije ulaganja u investicijske nekretninske fondove, potrebno je da ulagatelji dobro razumiju fundamentalne čimbenike (rizike) koji utječu na vrijednost imovine fonda. Jedan od važnih čimbenika predstavlja odnos između ponude i potražnje za novim nekretninama. Kada građevinska industrija izbaci na tržište nove nekretnine brže nego ih ono može apsorbirati, stopa nepopunjenosti prostora raste, što može izazvati pad cijene najamnina, odnosno cijene nekretnina na tržištu. To utječe na pad neto imovinske vrijednosti nekretninskog fonda. Niske stope popunjenosti nekretnina mogu se povećati na način da se već postojeće nekretnine moderniziraju, da se ponude nove vrste usluga u vezi s tim nekretninama te da se nekretnine ponude novim najmoćnijima. Za vrijeme gospodarskog rasta, nove investicije i povećana potrošnja kućanstava izazivaju dodatnu potražnju za uredskim prostorom, stanovima, industrijskim halama i trgovačkim centrima. Porast broja stanovnika također povećava potražnju za stanovima. No, potrebno je znati da gospodarstvo najčešće nema jednaku snagu u različitim zemljopisnim regijama te se može dogoditi da gospodarski rast ne izazove potražnju za svim vrstama nekretnina istovremeno. Stoga ulagatelji trebaju usporediti vrijednost nekretnina različitih tvrtki s razvijenošću tržišta nekretnina na tim lokacijama.

Povijesno gledajući, gradnja komercijalnih nekretnina koje ostvaruju fiksni prinos u obliku rente često se financirala bankovnim kreditima. Same nekretnine služile su kao sredstvo osiguranja tražbine iz ugovora o kreditu, a prihodi od iznajmljivanja nekretnina služili su za otplatu glavnice i kamate. Na tržištu nekretnina pojavili su se investitori i građevinski poduzetnici koji su često prihvaćali ogromne rizike da bi ostvarili poslovni uspjeh. Stoga nije bilo neobično da je pojedina nekretnina bila pod hipotekom koja je predstavljala više od 90% njene procijenjene tržišne vrijednosti ili troška izgradnje. U pojedinim slučajevima odnos između kredita i procijenjene tržišne vrijednosti nekretnine bio je i veći, sve dok ozbiljna recesija na tržištu nekretnina u ranim 90-tim godinama nije natjerala kreditore, građevinare i vlasnike nekretnina da razmotre prikladnije i prihvatljivije razine zaduživanja pri financiranju izgradnje nekretnina. Financiranje nekretnina u vlasništvu nekretninskih fondova postavljeno je na konzervativnijoj osnovi, tj. fondovi u najvećem broju slučajeva financiraju svoje projekte podjednako koristeći svoj vlastiti kapital kojeg su prikupili javnom ponudom i zaduživanjem kreditima. To značajno umanjuje izloženost kamatnom riziku (rizik povećanja kamatnih stopa), koji je naravno tim veći što je veća kreditna zaduženost u odnosu na kapital prikupljen javnom ponudom, jer

prihod od dionica fonda, tj. dividenda, ovisi o tome je li fond ostvario dobit i hoće li se dobit podijeliti dioničarima fonda, ili će se dobit zadržati. To je okolnost o kojoj treba svaki ulagatelj voditi računa prilikom ulaganja u investicijske nekretninske fondove, te se temeljito informirati kakva je politika isplate dividendi, što će učiniti uvidom u prospekt i statut fonda. Međutim, okolnost da se dionicama fonda javno trguje, te se cijena dionica nekretninskih fondova svakodnevno određuje na tržištu, daje ulagateljima priliku da dnevno vrednuju vrijednost svoga ulaganja.

Prilikom procjene investicijskih potencijala nekog fonda u analizu je potrebno uključiti i dodatne čimbenike, kao što su sposobnosti osoba koje su članovi uprave i nadzornog odbora fonda. Također je potrebno izvršiti usporedbu prinosa iz dividende s prinosima koje daju drugi oblici ulaganja (obveznice, dionice komunalnih društava). Dugoročni ukupni prinosi na dionice nekretninskih fondova su nešto manji od prinosa na dionice brzo rastućih dioničkih društva te nešto veći od prinosa na obveznice. Zbog toga što većina nekretninskih fondova ima ili malu ili srednju tržišnu kapitalizaciju, njihove prinose potrebno je uspoređivati s prinosima na dionice drugih tvrtki s malom ili srednjom tržišnom kapitalizacijom. Do porasta prinosa obično dolazi kada se ostvare veći prihodi, niži troškovi te se ukažu nove poslovne prilike. Najčešći su izvori rasta prihoda više stope popunjenosti nekretnina koje se iznajmljuju te više cijene najamnina. Tako dugo dok potražnja za novim nekretninama slijedi ponudu nekretnina, tržišne najamnine imaju trend porasta u rastućoj fazi gospodarstva. Pribavljanje novih nekretnina u fond i novi razvojni programi često generiraju novu zaradu, pod uvjetom da prinosi od tih investicija nadmaše troškove njihova financiranja.

5.6. Fondovi koji mogu ulagati u nekretnine prema ZIF-u

S obzirom na iznesenu tipologiju fondova, fondovi koji predstavljaju pravno dopustivi oblik ulaganja u nekretnine jesu **zatvoreni investicijski fondovi javnom ponudom**. To znači da nije moguće osnovati otvoreni fond (bilo javnom bilo privatnom ponudom) koji će ulagati u nekretnine, jer za te fondove nekretnine ne predstavljaju dopustivi predmet ulaganja. Međutim, **ako se ulaganje fonda namjerava pretežno usmjeriti na nekretnine, tada se radi o posebnoj podvrsti zatvorenog fonda s javnom ponudom** koji mora to vidljivo istaknuti u svojoj tvrtki pa za te vrste fondova postoje i posebna pravila kojih se fondovski menadžeri moraju pridržavati. Iz ovoga proizlazi da prema našem zakonu u nekretnine mogu ulagati dvije vrste fondova: **zatvoreni fondovi s javnom ponudom općeg tipa i specijalizirani investicijski nekretninski fondovi**.

Da bi ulagatelji mogli procijeniti svoj položaj u nekretninskom investicijskom fondu, bitno je ne samo poznavati propise kojima se uređuju takvi fondovi već se o svojim pravima informirati iz prospekta i statuta

društva. Bitni sadržaj prospekta fondova s javnom ponudom uređen je u čl.104.st.2. ZIF-a. Informacije sadržane u prospektu razvrstane su u 31 skupinu. Među tim skupinama za dioničare su najznačajniji podaci sadržani u t.6. čl.104.st.2. ZIF-a koja govori o pravima iz dionica (kod zatvorenih fondova), ali i drugi, kao što su podaci o poreznim propisima koji se primjenjuju na fond, o godišnjim naknadama i troškovima upravljanja i poslovanja, o načinu izračuna i učestalosti isplate dividende fonda. S obzirom da puni prospekt fonda s javnom ponudom sadrži 31 grupu podataka, u distribuciji se nakon odobrenja prospekta može naći i skraćeni prospekt, pod uvjetom da se cjeloviti prospekt može dobiti na zahtjev (čl.107. ZIF). U čl.112. ZIF-a regulira se i sadržaj statuta zatvorenog investicijskog fonda javnom ponudom. Statut se odobrava i distribuira kao i prospekt (čl.113. ZIF). Dionice fonda su slobodno prenosivi vrijednosni papiri, koje moraju prema čl.64.st.3. ZIF-a biti uvrštene na burzu. One glase na ime. Kako se primici od dividendi ne smatraju dohotkom, na isplaćene dividende se ne plaća porez na dohodak.⁴²

5.7. Portfelj i ograničenja ulaganja zatvorenog fonda javnom ponudom (općeg tipa)

Fondovi koji prikupljaju sredstva javnom ponudom pri oblikovanju svog portfelja ograničeni su brojnim zakonskim propisima. Ti propisi s jedne strane utvrđuju dopustivi predmet ulaganja, odnosno isključuju iz portfelja one vrijednosne papire koji *per se* ne zadovoljavaju kriterije sigurnosti, odnosno sadrže veći stupanj rizika. Propisi su sadržani u čl.78. ZIF-a. Pored toga postoje propisi kojima se ograničavaju ulaganja u pojedine dopustive predmete koji ulaze u portfelj fonda. Oni imaju za cilj diversifikaciju portfelja fonda radi disperzije rizika na vrijednosne papire raznih izdavatelja, kao što također ograničavaju sklapanje visoko rizičnih financijskih transakcija ili ograničavaju ulaganje u one financijske instrumente koji ne nose gotovo nikakvu zaradu (novac na računu), ili u takva ulaganja kod kojeg se novčana sredstva imobiliziraju na duži vremenski period. Kako se nekretnine mogu pojaviti kao mogući objekt ulaganja bilo kojeg zatvorenog fonda javnom ponudom, u nastavku se izlažu propisi o strukturi portfelja zatvorenog fonda kao i ograničenja ulaganja.

5.7.1. Portfelj

Prema čl.78. ZIF-a, portfelj zatvorenoga investicijskog fonda s javnom ponudom isključivo čine: vrijednosni papiri, udjeli ili dionice investicijskih fondova te instrumenti tržišta novca. Depoziti kod ovlaštenih banaka u Republici Hrvatskoj ili državi članici ili nekoj drugoj državi mogu biti dio

⁴² Čl. 9.st.1.t.2. Zakona o porezu na dohodak, NN, br.177/2004.

portfelja fonda ako dospijevaju u roku *ne duljem od dvanaest mjeseci* i ako se mogu *u svakom trenutku razročiti*, te pod uvjetom da u drugoj državi podliježu nadzoru i ograničenjima koje će nadzorno tijelo (Agencija) u smislu sigurnosti ulagača smatrati barem jednakima onima u Republici Hrvatskoj. Terminski i opcijski ugovori i druge financijske izvedenice kojima se trguje na uređenim tržištima i/ili financijske izvedenice kojima se trguje na drugim organiziranim tržištima mogu biti dopustivi predmet ulaganja pod određenim uvjetima.⁴³ To mogu biti i nekretnine kao i novac na računu.

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

Portfelj fonda ustrojava se na način da se rizik što je moguće više disperzira. Postoje mnoge ekonomske teorije o optimalnom sastavu portfelja fonda, od kojih je najpoznatija moderna teorija portfelja.⁴⁴ Veći dio tih propisa usmjeren je na to da se izbjegne koncentracija portfelja fonda na ulaganje u vrijednosne papire jednog izdavatelja ili izdavatelja koji su

⁴³ Pod uvjetima da se terminski poslovi opcije ili derivati:

a) temelje na financijskim instrumentima ulaganje u koje je dozvoljeno ovim člankom, financijskim indeksima, kamatnim stopama, deviznim tečajevima ili valutama u koje fond smije ulagati na temelju svog prospekta i statuta,

b) poslovi ugovoreni na drugim organiziranim tržištima (OTC) sklapaju s institucijama koje podliježu strogom nadzoru nekog regulatornog tijela u Republici Hrvatskoj ili državi članici,

c) podliježu pouzdanoj i provjerljivoj procjeni vrijednosti na svakodnevnoj osnovi te se u svako doba mogu prodati, likvidirati ili zaključiti prijebnom transakcijom po njihovoj pravičnoj vrijednosti na poticaj fonda,

d) da se takvi instrumenti koriste isključivo za smanjivanje ili ograničavanje rizika ili povećanje prinosa odnosno smanjenje troškova fonda bez ikakvog povećanja rizika, odnosno da se njima neće mijenjati investicijska strategija, ciljevi i ograničenja definirani ovim Zakonom i prospektom i/ili statutom fonda,

e) u prospektu fonda mora biti navedeno smije li se ulagati u takve instrumente, da li će se koristiti u svrhu zaštite od rizika i/ili u svrhu postizanja investicijskih ciljeva fonda, i kakav je utjecaj takvih instrumenata na rizičnost fonda,

⁴⁴ Tu je teoriju razvio Harry Markowitz. Prema njegovoj teoriji optimiziranje portfelja vrši se na temelju kriterija korisnosti. Markowitz je pretpostavio da je korisnost to veća što je prinos veći a rizik portfelja manji. Autor također uvodi veličinu A koja predstavlja faktor tolerancije rizika koji govori o tome koliki je rizik ulagatelj voljan podnijeti. Promjenom faktora tolerancije dobiva se niz efikasnih portfelja koji naposljetku daju krivulju koja se zove efikasna granica. Vidi PROHASKA, Z. *Analiza vrijednosnih papira*, Infoinvest, Zagreb 1996, str. 62. Vidi još: BARAC, Z. / LATKOVIĆ, M. *Kako riješiti problem odabira portfelja na hrvatskom tržištu dionica, Hrvatsko gospodarstvo u tranziciji* Mb Tisak, Zapešić, 1999, str. 145.

povezani, kako bi se izbjegla situacija da stečaj tog ili povezanih izdavatelja izravno djeluje na vrijednost imovine fonda. Također se vodi računa o tome da se ponekad ulaganje u vrijednosne papire jednog izdavatelja kumulira s ulaganjem u depozite kod istog izdavatelja (banke), a tome se može pridružiti i sklapanje financijskih terminskih poslova s istom osobom. Na taj način formalnopravno ulaganje u vrijednosne papire jednog izdavatelja ostaje u zakonskim okvirima, ali se izloženost prema jednoj osobi povećava sklapanjem dodatnih financijskih aranžmana. Poseban problem predstavlja ulaganje fondova u fondove s obzirom da je oscilacije u vrijednosti njihovih udjela ili dionica ovise o oscilacijama u cijeni vrijednosnih papira u koje su uložili sredstva. Tome treba pridodati i oscilacije koje su rezultat specifičnih financijskih rizika.

5.7.2. Ograničenja ulaganja

Ograničenja ulaganja sadržana su u čl.79. ZIF-a. U pogledu “plafona” ulaganja u vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca jednog izdavatelja vrijedi pravilo “do 15% neto vrijednosti imovine fonda”.⁴⁵ U odnosu na raniji propis, ograničenje ulaganja je omekšano, jer je raniji propis limitirao takva ulaganja do 5%, iznimno do 10%. Od pravila “do 15%” postoje određene iznimke.

Prva se iznimka odnosi na situaciju kada se imovina fonda ulaže u vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca čiji je *izdavatelj ili za koje jamči Republika Hrvatska* ili jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave Republike Hrvatske, država članica ili jedinica lokalne uprave države članice, država koja nije članica Europske unije ili međunarodna javna organizacija u kojoj su članovi jedna ili više država članica. Ti vrijednosni papiri uopće ne podliježu pravilu “do 15%”, ali pod uvjetom da u prospektu i statutu fonda budu jasno naznačene te države, jedinice lokalne uprave ili međunarodne organizacije u čije se vrijednosne papire i instrumente tržišta novca ulaže. Ako su ti izdavatelji transparentno naznačeni u prospektu, tada se u njihove vrijednosne papire i instrumente tržišta novca može ulagati i *više od 35% imovine fonda*. Međutim, nije propisan gornji limit takvih ulaganja, iz čega proizlazi da je ulaganje u takve vrijednosne papire moguće i do 100% imovine fonda. Jedino što zakonodavac ipak traži nekakvu disperziju tih ulaganja. On tu iznimku uvjetuje time što zahtijeva da se imovina fonda sastoji *od barem šest različitih vrijednosnih papira ili instrumenata tržišta novca*, kao i da vrijednost niti jednoga pojedinoga toga

⁴⁵ Prema ranijim propisima vrijedilo je pravilo da se u vrijednosne papire jednog izdavatelja ne smije uložiti više od 5% vrijednosti investicijskog fonda, ali se izuzetno može u vrijednosne papire jednog izdavatelja uložiti do 10% vrijednosti investicijskog fonda pod uvjetom da ukupna vrijednost takvih vrijednosnih papira drugih izdavatelja ne prelazi 40% vrijednosti investicijskog fonda. Obveznice Republike Hrvatske, država članica EU i drugih država članica OECD-a glede tih ograničenja ulaganja računaju se samo s polovinom vrijednosti.

vrijednosnog papira ili instrumenta tržišta novca ne prelazi 30% imovine fonda. To znači da je praktično moguće da portfelj jednog fonda bude sastavljen isključivo od vrijednosnih papira primjerice za koje jamči RH, pod uvjetom da takvih vrijednosnih papira ili instrumenata tržišta novca ima barem 6, a da ni jedan od njih ne prelazi 30% imovine fonda.

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

Pri ulaganju u vrijednosne papire povezanih društava, ta se društva smatraju jednim izdavateljem, ali je ograničenje ulaganja nije do 10, već “do 20% neto vrijednosti imovine fonda”. Pojam povezanih društava procjenjuje se prema ZTD-u, ali i prema ZIF-u s obzirom da i ovaj zakon ima svoju definiciju povezanih osoba, koja dijelom izlazi iz definicije povezanih društava prema ZTD-u.⁴⁶

Ograničenje ulaganja u vrijednosne papire /instrumente tržišta novca *jednog izdavatelja* u visini većoj od 15% neto vrijednosti imovine fonda ne postoji ako je riječ o depozitima i financijskim izvedenicama kojima se trguje na drugim organiziranim tržištima.⁴⁷ S druge strane, kod depozita, najviše

⁴⁶ Vidi čl.2. ZIF-a: “*Povezana osoba*“ u odnosu na određenu pravnu ili fizičku osobu u smislu ovoga Zakona (u daljnjem tekstu: subjekt) je:

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

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

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

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

– članovi uprave ili nadzornog odbora i članovi uže obitelji tih osoba, ili

– osobe zaposlene na temelju ugovora o radu s posebnim uvjetima sklopljenog s subjektom u kojem su zaposlene kao i članovi uže obitelji tih osoba,

⁴⁷ Prema ranijem propisu depoziti u financijskim institucijama i druga novčana sredstva investicijskog fonda smjeli su iznositi najviše 49% vrijednosti investicijskog fonda.

20% neto vrijednosti imovine može se položiti kao depozit u jednu te istu banku. To može biti ovlaštena banka u RH, zemlji članici EU, ali i u nekoj drugoj državi pod uvjetom da ta banka podliježe nadzoru i ograničenjima uspostavljenima radi sigurnosti ulagača koji su barem jednaki onima u RH. Međutim, depoziti se moraju moći razročiti i ne smiju biti duži od godine dana.

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

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

Zakonodavac je ograničio i ulaganja imovine fonda u fondove. Najviše 20% neto vrijednosti imovine fonda može biti uloženo u udjele ili dionice jednog te istog investicijskog fonda, uz uvjet da najviše 30% imovine fonda može biti uloženo u fondove, primjerice, osnovane na temelju odobrenja nadležnog tijela države članice EU i najviše 10% imovine fonda može biti uloženo u fondove s privatnom ponudom. S druge strane, ulaganje u udjele ili dionice investicijskih fondova ne može prijeći 25% neto vrijednosti imovine pojedinog fonda u koji se ulaže. Također postoje pravila o zabrani naplaćivanja ulazne i izlazne naknade kada se radi o ulaganju u povezane fondove, te naplaćivanju maksimalne naknade kada se ulaže u druge investicijske fondove.⁴⁸

⁴⁸ Ukoliko se imovina fonda ulaže u udjele ili dionice investicijskih fondova kojima izravno ili neizravno upravlja isto društvo za upravljanje, ili kojima upravlja drugo društvo s kojim je to društvo povezano zajedničkom upravom ili kontrolom, ili izravnim ili neizravnim vlasničkim udjelom, na takva se ulaganja fondu ne smije naplatiti ulazna ili izlazna naknada. Ukoliko se imovina fonda može ulagati u udjele ili dionice drugih investicijskih fondova, u prospektu fonda, uz maksimalnu naknadu za upravljanje koja se smije naplatiti na imovinu tog fonda, mora biti jasno naznačena i maksimalna naknada za upravljanje koja se smije naplatiti na imovinu fondova u koje namjerava ulagati, a u godišnjim izvješćima fonda mora jasno biti naznačena maksimalna ukupna naknada za upravljanje koja je bila naplaćena i tome fondu i

S obzirom na obvezu objave ponude o preuzimanju koja nastaje kada netko kod izdavatelja stekne više od 25% dionica u javnom dioničkom društvu koje daju pravo glasa na skupštini društva, ali i zbog toga što takvo stjecanje implicira kvalifikaciju povezanih društava,⁴⁹ fond u svom vlasništvu ne može imati više od 25% dionica s pravom glasa jednog te istog izdavatelja. Isto se ograničenje primjenjuje i na obveznice iste emisije (iako one ne daju pravo glasa).

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

5.8. Zatvoreni investicijski fond s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine

5.8.1. Portfelj fonda i ograničenja ulaganja

Dok zatvoreni investicijski fond javnom ponudom općeg tipa može imati kao objekt ulaganja i nekretnine, onaj fond koji namjerava najmanje 60% neto vrijednosti imovine fonda uložiti u nekretnine, mora u svojoj tvrtki imati istaknutu svoju ulagačku orijentaciju, a smije stjecati nekretnine na način i prema uvjetima iz ZIF-a (čl.80.st.1. ZIF). *Stricto sensu*, ovaj tip fonda je fond koji je komparativno gledano najbliži tzv. REIT-u američkog prava uz neke dosta bitne razlike, o kojima će kasnije biti govora.

Takav investicijski fond smije stjecati nekretnine u Republici Hrvatskoj i u inozemstvu na temelju reciprociteta. Za ovo ograničenje moglo bi se pretpostaviti da će se vremenom liberalizirati, a s ulaskom u EU ono prestaje imati ikakvog smisla.

U dopustivi predmet ulaganja ubrajaju se: stambene i/ili poslovne zgrade s pripadajućim zemljištem. Također se tu ubrajaju zemljišta na kojima se gradi ako postoji valjani građevinski plan i ako se prema objektivnim kriterijima može računati sa završetkom izgradnje u primjerenom roku te ako troškovi za zemljišta ne prelaze ukupno 20% neto vrijednosti imovine fonda. U pogledu neizgrađenih zemljišta, ona su također dopustivi predmet ulaganja ako je na njima prema važećim propisima lokalne i područne

drugom fondu u koji je taj fond uložio, izražena u postotku imovine fonda koji je uložio u udjele ili dionice drugoga investicijskog fonda.

⁴⁹ Vidi propis u čl.477. ZTD-a o društvima s uzajamnim udjelima i obveze koje iz te činjenice slijede (čl.478. ZTD-a – obveza obavještanja).

(regionalne) samouprave dozvoljena gradnja stambenih ili poslovnih zgrada, odnosno zgrada ili uređaja potrebnih za obavljanje određenih djelatnosti i stoga određena za skorbu vlastitu gradnju. Moguće je ulagati i u poljoprivredna zemljišta. Ostala ulaganja u nekretnine dopuštena su ako je to izričito predviđeno u statutu i prospektu fonda.

Ovakvom načinu propisivanja dopustivog predmeta ulaganja može se uputiti kritika s obzirom da korištena terminologija ne odgovara standardnom pravnom nazivlju. Nije jasno što znači pravni standard "valjani građevinski plan".⁵⁰ Idući dopustivi predmet ulaganja jesu neizgrađena zemljišta. Dopustivost njihovog unošenja u portfelj ovisi o činjenici može li se na tim zemljištima graditi prema propisima lokalne i regionalne samouprave.

Ostala ulaganja u nekretnine moraju se navesti u prospektu. Uvidom u prospekte triju zatvorenih fondova za ulaganje u nekretnine⁵¹ dopustivi portfelj fonda širi se na način da se često u dopustivi predmet ulaganja ubraja ulaganje i u infrastrukturu, kako poljoprivrednu tako i komunalnu. Tako je, primjerice moguće ulagati u sustav navodnjavanja poljoprivrednog zemljišta. Prospektom se često nabrajaju nekretnine koje su određene posebnom namjenom (starački domovi, bolnice i sl.) iako one već i po samom zakonu ulaze u opis dopustivog portfelja, a moguće je i ulaganja u pokretnine koje su u funkciji nekretnine (oprema i namještaj, strojevi i sl.).

Od ostalog spektra proširenog dopustivog portfelja najproblematičnije je navođenje ulaganja u udjele trgovačkih društava. Tako se primjerice u samim prospektima navede da je takav oblik ulaganja maksimiran nekim iznosom (npr. do 10%). Od potencijalnih društava spominju se ona čiji je predmet poslovanja isključivo ili pretežito stjecanje i prodaja nekretnina, ili ona društva čiji je predmet poslovanja isključivo ili pretežito građenje (pod nekim dodatnim uvjetima) te udjeli u društvima u kojima nekretnine čine više od 50% ukupne imovine. Međutim, problem postoji u tome što ZIF, u dijelu u kojem regulira investicijske nekretninske fondove, izričito dopušta da fond ulaže u udjele trgovačkih društava, dok kada su u pitanju zatvoreni investicijski fondovi javnom ponudom općeg tipa, postoji izričita zakonska zabrana ulaganja zatvorenih fondova s javnom ponudom u udjele društava s ograničenom odgovornošću, s obzirom da udjeli nisu vrijednosni papiri po samoj definiciji. Postavlja se pitanje je li bilo opravdanja da se zakonom za specijalizirani fond otvori mogućnost ulaganja u nelikvidnu imovinu, kada

⁵⁰ Misli li se tu na operativni terminski plan izvođenja građevinskih radova i rokove primopredaje objekta, u kojem slučaju to podrazumijeva da je takav plan izradio glavni izvođač radova te da ga je prihvatio naručitelj radova. Ako je tome tako, nije jasno zbog čega nije korištena ta terminologija te na koji će onda način nadzorno tijelo uvjeriti o postojanju valjanog građevinskog plana.

⁵¹ Prilikom pisana ovog rada uzeti su u obzir prospekti triju zatvorenih investicijskih fondova za nekretnine: TERRA MEDITERRANEA, d.d.; JADRAN KAPITAL, d.d., TERRA FIRMA, d.d.

je to za opći tip fonda iste vrste izričito zabranjeno. S obzirom da sami fondovi unutar zakonskih ograničenja definiraju strukturu ulaganja, moguće je da poštujući donji prag od 60% kojeg moraju uložiti u nekretnine, ostatak ulože u udjele, jer ne postoji gornji dopustivi prag za takav oblik ulaganja.

Interesatno je da su neki fondovi u prospektu pod pojam nekretnine uvrstili i pravo građenja, iako zakon ne navodi to izričito kao ulaganje u nekretnine. Iako se može postaviti pitanje je li to pravo likvidno, s obzirom na to da je prenosivo i da se može založiti, ima argumenata da se ono također izjednači s ulaganjem u nekretnine. Bilo bi dobro da se idućom novelom to pravo obuhvati kao dopustivi predmet ulaganja.

Zakon traži da nekretnina prije stjecanja mora biti procijenjena od strane vještaka. Ako cijena koju treba platiti za nekretninu ne prelazi ili samo neznatno prelazi procijenjenu vrijednost nekretnine, tada je stjecanje takve nekretnine dopustivo. Zakon također traži određenu disperziju portfelja nekretninskog fonda, jer svaka pojedina nekretnina ne smije u trenutku stjecanja prelaziti 20% neto vrijednosti imovine fonda. To vrijedi i za nekretnine koje se sastoje od više međusobno povezanih zemljišnih čestica.

Kako nekretninski fondovi mogu ulagati i u nekretnine u inozemstvu, ZIF sadrži ograničenje prema kojem se najmanje 50% neto vrijednosti imovine zatvorenoga investicijskog fonda s javnom ponudom za nekretnine mora sastojati od nekretnina smještenih u Republici Hrvatskoj. To se ograničenje može izbjeći ako fond ulaže u udjele ili dionice društava čiji je predmet poslovanja isključivo ili pretežito stjecanje i prodaja, iznajmljivanje i zakup nekretnina te upravljanje nekretninama. Također postoji mogućnost probijanja ovog ograničenja ako fond ulaže u udjele ili dionice drugog fonda za nekretnine, ili druge vrijednosne papire, izvedenice ili certifikate koje propiše HANFA, a čija se cijena temelji na nekretninama.

Propisana ograničenja ulaganja mogu biti prekoračena u prvih godinu dana od osnivanja fonda, uz dužno poštivanje načela razdiobe rizika i zaštite interesa ulagatelja.

5.8.2. Troškovi koji se zaračunavaju fondu i podjela dobiti

Imovinu fonda terete brojni troškovi koji su opisani u samim prospektima. Kao prvo, tu je trošak naknade društvu koje upravlja investicijskim nekretninskim fondom.⁵² Zatim je tu naknada depozitnoj banci koja se kreće do 0,2% pri čemu se kod nekih fondova ta vrijednost obračunava na ukupnu, a kod nekih na neto vrijednost imovine fonda. Kako se taj trošak prevaljuje na ulagatelje, nije svejedno koja od tih kategorija služi kao osnovica za obračun. Posebna grupa troškova postoji u svezi s upravljanjem i održavanjem nekretnina, koji se namiruju u stvarnoj visini, pri čemu neki

⁵² Fondovi iznose egzaktno postotke naknade (3-3,5%) od vrijednosti imovine fonda, pri čemu neki prospekti referiraju da se ona obračunava na ukupnu vrijednost, a drugi na neto vrijednost imovine fonda.

prospekti nekretninskih fondova predviđaju da se do iznosa tih troškova dolazi na temelju odabira najpovoljnije od tri ponude ako se, primjerice, radi o troškovima investicijskog održavanja, dok drugi to ne uvjetuju. Neki fondovi predviđaju kao stavku “naknade i troškove” članovima nadzornog odbora, dok kod drugih ti troškovi nisu iskazani kao troškovi koji terete imovinu fonda. Troškovi koji nastaju prilikom stjecanja i otuđenja nekretnina koje čine sastavni dio portfelja fonda naknađuju se u stvarnoj visini. Imovinu fonda terete i troškovi revizora i odvjetnika koji se također naknađuju u stvarnoj visini. Određeni troškovi povezani su s izdavanjem dionica (koji se primjerice maksimiraju na iznos do 5% vrijednosti dionice) a uz njih se pojavljuju i troškovi naknada Središnjoj depozitarnoj agenciji, burzi, agentu izdanja, pokrovitelju izdanja odnosno uvrštenja na burzu. Potonji se namiruju u stvarnoj visini. Tu se ubrajaju i troškovi naknadi i pristojbi koje se plaćaju HANFI. U prospektima se navode još i troškovi izrade tiskanja i dostave izvješća koja se moraju dostavljati dioničarima fonda te troškovi održavanja skupštine društva. Pojedini prospekti spominju još i troškove promidžbe fonda, kao što su troškovi oglašavanja, javnih prezentacija, izrade i održavanja internetskih stranica i slično.

Iz ovog pregleda troškova možemo uočiti da pojedini fondovi obračunavaju troškove na iznos neto imovine fonda, dok drugi isti obračun vrše na ukupnu imovinu fonda u koju ulaze i obveze fonda. Ako se trošak od 3,5% obračunava na iznos neto imovine fonda, tada je on nominalno manji od istog troška koji se zaračunava na ukupnu imovinu fonda (kojoj su pribrojene i obveze). Nije jasno na koji način troškove članova uprave i nadzornog odbora namiruju oni fondovi koji ih u prospektima nisu deklarirali kao trošak koji tereti imovinu fonda.

U pogledu podjele dobiti prava koje najviše interesira dioničare, u prospektima je navedeno da prijedlog za podjelu dobiti dolazi od strane društva koje njime upravlja. Neki prospekti sadrže i informacije o tome da će dobit ostvarena ulaganjem u portfelj biti namijenjena za reinvestiranje. Također u prospektima nekih fondova postoje ograde i oko načina isplate dobiti: isplatom ili otkupom dionica – od dioničara fonda, međutim, ne navodi se po kojoj cijeni. Pretpostavljamo da se radi o situaciji kada se umjesto efektivne isplate postojećim dioničarima nude nove dionice, ali to nužno povlači za sobom i povećanje temeljnog kapitala i izmjenu statuta, jer se radi o zatvorenom fondu koji ima pravnu osobnost dioničkog društva. Bez obzira što prijedlog za podjelu dobiti prema prospektu dolazi od strane društva koje njime upravlja, takav bi prijedlog mogli temeljem samog ZTD-a podnijeti i dioničari fonda koji imaju tzv. manjinska prava. Međutim, dok prema ZTD-u to pravo imaju dioničari koji zajedno imaju 1/20 udjela u temeljnom kapitalu društva, postavlja se pitanje da li je taj postotni udio nešto veći kod zatvorenih nekretninskih investicijskih fondova s obzirom da ZIF poznaje posebne odredbe o organima dioničkog društva koje je investicijski nekretninski fond. Naime, već u pogledu samog kvoruma čl.

85. st.2. ZIF-a propisuje da na glavnoj skupštini moraju biti zastupljeni dioničari koji čine 3/10 udjela u temeljnom kapitalu da bi skupština mogla valjano odlučivati. Važne odluke donose se većinom koja predstavlja $\frac{3}{4}$ temeljnog kapitala, a među ostalima i odluka o stjecanju vlastitih dionica radi njihova povlačenja. Iz toga proizlazi da odluka o otkupu dionica od strane fonda ne može biti u domeni diskrecijske odluke uprave kao što to stoji u nekim prospektima, već se o tome mora odlučivati na skupštini, i to kvalificiranom većinom (čl.86.st.1.t.3. ZIF).

Stav je autorice da propisi o podjeli dobiti u investicijskim nekretninskim fondovima kao i naznake o tom pravu dioničara sadržanom u prospektima fondova ne daju ulagateljima u takve fondove one pogodnosti koje imaju takvi ulagatelji primjerice u SAD-u, gdje im je po samom zakonu zagwarantirana isplata 90% oporezive dobiti, što svakako predstavlja poticaj za ovakve oblike ulaganja.

6. Zaključak

Fondovi koji ulažu u nekretnine mogu biti samo zatvoreni fondovi. Kod zatvorenih fondova ne postoji mogućnost da se kapital prikuplja privatnom ponudom, stoga niti jedan od ulagatelja ne može imati status kvalificiranog ulagatelja. U nekretnine mogu ulagati zatvoreni fondovi općeg tipa, dok fondovi koji imaju jasno izraženu ulagačku orijentaciju prema nekretninama moraju uz to ispunjavati neke druge kriterije prema ZIF-u. Temeljem izvršene usporedbe domaćih propisa o investicijskim nekretninskim fondovima i onih koji vrijede primjerice u pravu SAD-a, jasno je da domaćim fondovima nedostaju glavne komparativne prednosti ulaganja jer ne postoji propis koji bi te fondove obvezivao na isplatu dividende dioničarima, što je u pravu SAD-a slučaj. Kako su i u nas investicijski nekretninski fondovi dionička društva čije se dionice moraju uvrstiti na burzu, drugih većih razlika nema, osim što primjerice pravo SAD-a zahtijeva da dioničarska struktura bude disperzirana.

Postavlja se pitanje hoće li se investicijski nekretninski fondovi uspjeti nametnuti na tržištu s obzirom da otvoreni fondovi predstavljaju likvidniji oblik ulaganja (zbog mogućnosti svakodobnog otkupa udjela) kao i zbog toga što su u začetku opterećeni manji brojem troškova. Kako zatvoreni fond ima pravnu osobnost, i to u obliku dioničkog društva, imovinu ovih fondova dodatno opterećuju troškovi organa dioničkog društva.

S druge strane, na mnogim mjestima postavlja se pitanje jesu li odnosi uređeni prospektima fondova usklađeni s propisima ZIF-a, te podredno s propisima ZTD-a. U čl. 18. ZIF sadrži opću normu o podrednoj primjeni propisa, gdje se načelno utvrđuje da se ZTVP primjenjuje na društva za upravljanje investicijskim fondovima te na poslove investicijskih fondova u svim slučajevima, osim ako je to neko pitanje izrijekom uređeno ZIF-

om ili podzakonskim propisom koji je na temelju njega donesen. Za ZTD vrijedi drukčiji kriterij podredne primjene. Prema čl.18. st. 2. ZIF-a, ZTD se primjenjuje samo onda ako je njegova primjena ZIF-om (ili podrednim aktom) izrijekom utvrđena. Kako je ZIF u pogledu mnogih pitanja iz domene prava društava izrazito podreguliran, posezanje za propisima ZTD-a biti će neizbježno i u onim situacijama u kojima ZIF to nije predvidio, kao što je to slučaj, primjerice, u čl. 85.st.2. ZIF-a gdje se propisuje da se na nadležnost, sazivanje i održavanje glavne skuštine investicijskog nekretninskog fonda primjenjuju relevantne odredbe ZTD-a.

Međutim, ako se na investicijske nekretninske fondove gleda iz kuta dioničara odnosno potencijalnog ulagatelja, tada se kao nužno nameće pitanje ostvarenja pojedinih manjinskih prava, koja se vezuju za određeni iznos temeljnog kapitala. Dioničarima investicijskog nekretninskog fonda moglo bi biti najinteresantnije to je da zahtijevaju podjelu dobiti, bilo kao samostalan prijedlog bilo kao protuprijedlog upravi. Neka od tih manjinskih prava mogu se isticati prilikom sazivanja i na samoj skupštini, pa se nužno postavlja pitanje za koji iznos temeljnog kapitala će se vezivati takvo manjinsko pravo, zbog jednostavnog razloga što ZTD ta prava najčešće vezuje za iznos 1/20 udjela u temeljnom kapitalu dioničkog društva. S obzirom na činjenicu da propis iz čl.85. st. 2. ZIF-a uređuje da skupština investicijskog nekretninskog fonda može valjano odlučivati tek ako je na njoj zastupljeno 3/10 temeljnog kapitala, postavlja se pitanje koji će postotni udio u temeljnom kapitalu biti relevantan za ostvarenje manjinskih prava s obzirom da se ZIF poziva na primjenu propisa ZTD-a, ali samo u ograničenim okvirima. Treba li postotni udio u temeljnom kapitalu za manjinska prava biti veći s obzirom da ZIF o tome šuti, a podobnost skuštine za donošenje odluka uvjetovana tako visokom zastupljenošću temeljnog kapitala ili je moguće da manjinska prava na skupštini investicijskog nekretninskog fonda s pozivom na ZTD istaknu dioničari koji imaju 1/20 udjela u temeljnom kapitalu društva? U nekom drugom kontekstu na skupštini dioničkog društva, npr. prilikom zahtijevanja posebne revizije, na taj su zahtjev ovlašteni dioničari koji imaju 1/10 temeljnog kapitala, što znači da postotni udio za ostvarenje manjinskih prava nije niti prema ZTD-u uvijek isti. Iako autorica smatra da nije nužno vezivati propise o kvorumu s manjinskim pravima, pokušaj ostvarenja takvog manjinskog prava ne bi u nekim situacijama mogao biti učinkovit. Primjerice, pravo manjine da sazove skupštinu u slučaju opstrukcije uprave moglo bi se kod investicijskog nekretninskog fonda vezivati za 1/20 udjela u temeljnom kapitalu, ali ako ne bi na toj skupštini bilo zastupljeno 3/10 temeljnog kapitala, tada bi takav saziv bio neuspješan.

Iduće pitanje koje se postavlja u odnosu između ZIF-a i ZTD-a je pitanje isplate dobiti dioničarima u obliku otkupa dionica, koje je predviđeno nekim prospektima, pri čemu se odluka o modalitetu isplate vezuje za procjenu uprave društva. Pretpostavljamo da se radi o pravu dioničara da umjesto

dividende dobije nove dionice, a ne na situaciju da će društvo od njega otkupiti dionicu s pripadajućom dividendom, jer bi on time prestao biti dioničar. Međutim, i jedan i drugi modalitet isplate dovode do povećanja ili smanjenja temeljnog kapitala, a to su odluke koje se donose uvijek na skupštini društva. Jedina situacija kada je uprava ovlaštena povećati temeljni kapital jest situacija odobrenog kapitala, ali takvo povećanje kapitala podrazumijeva samo efektivno povećanje kapitala (čl.323.st.1. ZTD), tj. uplatom novih uloga, što ovdje nije slučaj. U ovom slučaju radilo bi se o tome da se temeljni kapital društva poveća pretvorbom iz zadržane dobiti. Iz ovog primjera se vidi da je posezanje u propise ZTD-a nužno i izvan okvira predviđenih ZIF-om, koji se na taj *lex generalis* poziva samo kod propisa o sazivanju skupštine.

Zaključno o investicijskim fondovima koji ulažu u nekretnine nameću sljedeći zaključci: prvo, na razini gospodarske učinkovitosti, usporedivši ovaj oblik ulaganja s ulaganjem u kupnju nekretnine, može se zaključiti da kupnjom dionice nekretninskog investicijskog fonda ulagatelj postaje dioničar društva koje je uložilo u razne nekretnine rukovodeći se načelima sigurnosti i profitabilnosti, pa se na taj način porftelj više disperzira nego što je to slučaj kod kupnje neke nekretnine. Drugo, radi se o likvidnom ulaganju s obzirom da su dionice ovih fondova uvrštene na burzi, pa se prodajom dionice može jednostavno “izaći iz takve investicije” ne ostvaruje li fond očekivane prinose. Treće, na razini pravnih odnosa, ako se promatra mogućnost ostvarenja utjecaja dioničara fonda na donošenje odluka u društvu, od kojih se kao najvažnija za dioničare smatra odluka o podjeli dobiti, zbog načina na koji je pravo predlaganja odluke o uporabe dobiti uređeno prospektima tih fondova, daje se zaključiti da su dioničari na nesigurnom terenu, jer se analizom odredbi ZIF-a i ZTD-a ne može dati jednoznačan odgovor za koji se postotni udio u temeljnom kapitalu dioničkog društva vezuju tzv. manjinska prava, kojim bi dioničari mogli zahtijevati donošenje odluke o podjeli dobiti. Četvrto, komparativno gledano, domaći nekretninski investicijski fondovi ne odlikuju se važnom značajkom da temeljem samih propisa postoji obveza isplate 90% oporezive dobiti. Peto, dopustivi predmet ulaganja tih fondova znatno se razlikuje od režima koji vrijedi za fondove istog tipa (zatvoreni fondovi javnom ponudom) jer su oni za nekretninske fondove dopustivi predmet ulaganja, a za zatvorene fondove javnom ponudom zabranjeni. S obzirom da ulaganje u udjele nije limitirano gornjim iznosom moguće je da se značajan dio (i do 40%) imovine uloži u udjele, što čini ovaj oblik ulaganja manje likvidnim od ulaganja u zatvorene investicijske fondove s javnom ponudom općeg tipa.

Summary

REAL ESTATE INVESTMENT FUNDS UNDER THE LAW ON INVESTMENT FUNDS

At the end of 2005, a new Law on Investment Funds was enacted in order to harmonize national law with the European law in the field of open investment funds and to prepare national fund industry for trans-border service providing. It also regulated new forms of funds. There is a main difference between funds that have public offer and are directed toward wider number of investors, and funds that operate with private offer. Closed fund with legal personality can operate on the basis of public offer only, and these are the only form of fund investment that may legally invest in real estate. On the other hand, open funds that have no legal personality may operate both with private and public offer, and in case of private offer investors have to comply with special criteria. Investors are no longer only institutional; instead a new concept of qualified investor is created, including also physical persons. Diversification of funds and investors necessary invokes research of legal status of investors in different kinds of funds in order to establish benefits and shortcomings of different kinds of investment. The author's intention is to examine characteristics of real estate investment funds, i.e., their establishment and organization, objects of their investment, possible limitations of their portfolio and other particularities that differentiate them from other investment funds. Apart from the provisions of the Law on Investment funds, the article analyses approved prospectuses of individual real estate investment funds in order to determine factual level of investors' protection.

Key words: *real estate investment funds, closed funds, fund portfolio, REITs (Real Estate Investment Trust), Law on Investment Funds.*

Zusammenfassung

**INVESTITIONSFONDS, DIE IN IMMOBILIEN
INVESTIEREN, NACH DEM GESETZ ÜBER
INVESTITIONSFONDS**

Ende 2005 wurde ein neues Gesetz über Investitionsfonds (ZIF) verabschiedet, das die kroatische Gesetzgebung der europäischen auf dem Gebiet der offenen Investitionsfonds angleichen und die kroatische Fondindustrie für Dienstleistungen über die Grenzen hinaus vorbereiten sollte wobei sie unter anderem auch neue Formen von Fonds geregelt hat. Es werden Fonds unterschieden, die durch ein öffentliches Angebot angeboten

werden und für einen breiten Kreis von Investitoren gedacht sind und jene durch ein privates Angebot. Geschlossene Fonds, die Rechtspersonlichkeit haben, können nur durch ein öffentliches Angebot angeboten werden und sie sind auch die einzigen Fonds, die die rechtlich erlaubte Form der Investition in Immobilien durch Fonds darstellen. Dagegen können offene Fonds ohne Rechtspersonlichkeit sowohl privat als auch öffentlich angeboten werden, und im Falle eines privaten Angebots müssen die Investitoren besonderen Kriterien entsprechen. Sie sind nicht mehr nur institutionelle Investitoren, sondern dieser Begriff wird durch das Konzept des qualifizierten Investitoren, der auch natürliche Personen umfasst, erweitert. Die Unterscheidung von Fonds und Investitoren drängt unvermeidlich die Untersuchung der Rechtslage des Investors bei den einzelnen Arten von Fonds auf, um die Vor- und Nachteile der verschiedenen Investitionsarten festlegen zu können. In der Arbeit sollen die Besonderheiten von Investitionsfonds in Immobilien untersucht werden, bzw. die Art wie sie gebildet werden können, welches die Objekte ihre Investitionen sind sowie die eventuelle Begrenzung ihrer Portfolio und andere Charakteristiken wodurch sie sich von anderen Investitionsfonds unterscheiden. Außer der Vorschriften, die im ZIF enthalten sind, werden bewilligte Prospekte einzelner Investitionsfonds für Immobilien analysiert, um den Grad des Schutzes der Investitoren konkret zu prüfen.

***Schlüsselwörter:** Immobilienfonds, geschlossene Fonds, Brieftasche? des Fonds, REIT, Gesetz über Investitionsfonds.*

Sommario

FONDI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE SECONDO LA LEGGE SUI FONDI DI INVESTIMENTO

Alla fine del 2005 è stata approvata una nuova Legge sui fondi di investimento per armonizzare il diritto nazionale con il diritto europeo nel campo dei fondi di investimento aperti e di preparare l'industria nazionale dei fondi a fornire servizi oltre confine, come di regolare nuove forme di fondi. Esiste una differenza principale tra fondi che hanno offerte pubbliche e sono diretti a un più grande numero di investitori, e fondi che operano con offerte private. I fondi chiusi con personalità giuridica possono operare sulla sola base dell'offerta pubblica, e questi sono l'unica forma di fondo di investimento che può investire legalmente in immobili. Invece, i fondi aperti che non hanno personalità giuridica possono operare sia con offerte private che pubbliche, e in caso di offerta privata gli investitori devono osservare speciali criteri. Gli investitori non sono più solo istituzionali, mentre è istituito un nuovo concetto di investitore qualificato che include anche le persone fisiche. La diversificazione di fondi e investitori invoca

necessariamente la ricerca dello status giuridico di investitori in differenti tipi di fondi per stabilire vantaggi e limiti dei differenti tipi di investimento. L'intendimento di questo lavoro è di esaminare le caratteristiche dei fondi di investimento immobiliare, con riguardo alla loro costituzione e organizzazione, agli oggetti dei loro investimenti, ai possibili limiti del loro portafoglio e altre particolarità che li differenziano dagli altri fondi di investimento. Oltre alle disposizioni della Legge sui fondi di investimento, si analizzano i prospetti approvati da parte dei fondi di investimento immobiliare per determinare il livello concreto della tutela degli investitori.

Parole chiave: *fondi di investimento immobiliare, fondi chiusi, fondi portafoglio, REITs (Real Estate Investment Trusts) (Fondi di investimento immobiliare), Legge sui fondi di investimento.*