

## ODNOSI ULAGATELJA, DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE OTVORENIM INVESTICIJSKIM FONDOVIMA I DEPOZITNE BANKE

*Investicijski posao ili investicijski trokut označava ukupnost pravnih odnosa između ulagatelja, društva za upravljanje i depozitne banke. Zagovara se stajalište po kojem u domaćem pravu, kao i u drugim pravnim sustavima kontinentalnoeuropskog pravnog kruga, postoje dva temeljna pravna modela investicijskog posla: povjerenički i vlasnički. Trust nije pravno prihvatljiva konstrukcija u domaćem pravu. Oba privatnopravna modela kolektivnog upravljanja imovinom moraju u konačnici proizvoditi iste pravne učinke. Pravna zaštita ulagatelja nije dvojbena sa stajališta njihovog odnosa prema zasebnoj imovini nego sa stajališta odnosa između ulagatelja i depozitne banke te općenitog položaja depozitne banke u domaćem investicijskom poslu. Privatnopravno tumačenje treba zatvoriti određene nedorečenosti ZIF-a, a u dijelu u kojem to nije moguće učiniti, treba ponuditi rješenja de lege ferenda. Depozitnoj banci ponajprije treba priznati postulacijsku sposobnost glede ostvarivanja zajedničkih imovinskopravnih zahtjeva ulagatelja prema društvu za upravljanje. Povjerenički model nezaobilazno je obilježje investicijskoga posla, jer se i vlasnički koncept u konačnici svodi na model ovlašćujućeg povjerenstva. Rad stoga zagovara usavršavanje praktički i doktrinarno zanemarenog privatnopravnog instituta povjerenstva u hrvatskom pravu.*

*Ključne riječi: društvo za upravljanje, depozitna banka, ulagatelj, zasebna imovina, povjerenstvo*

### I. UVOD

Poredbenopravno izučavanje privatnopravnog koncepta kolektivnog upravljanja imovinom odnosno investicijskog posla nije ravnodušno akademsko

---

\* Petar Miladin, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu

bježanje od domaće realnosti na području investicijskog bankarstva.<sup>1</sup> Koliko god se upirali jednostavno ne možemo u kratkom vremenu nadomjestiti nedostatak ponegdje i stoljetne poredbene pravne i poslovne prakse investicijskog posla. U uvjetima snažne globalizacije investicijskog bankarstva bogato poredbenopravno iskustvo za nas je podjednako dragocjeno i nužno. Poredbenopravna rasprava je nasušna potreba jer je kolektivno privatno upravljanje imovinom gospodarski i pravno osmišljeno ponajprije u SAD, od tamo je kritički preuzeto u prava europskih zemalja da bi naposljetku zaživjelo i u hrvatskom pravnom i poslovnom prometu. Ne možemo izmišljati toplu vodu u investicijskom bankarstvu, no svako prihvaćanje stranih rješenja mora izdržati provjeru temeljnih postulata domaćeg sustava privatnog prava. Propustimo li temeljito privatnopravno raspraviti domaći pravni koncept investicijskog posla, a to podrazumijeva privatnopravnu raspravu s poredbenopravnog stajališta, izlažemo se opasnosti da dođe do situacija koje su slične onima koje susrećemo kod dječje igre pokvarenog telefona. Kao što se u toj igri došaptavanjem izgubi riječ s kojom je igra započela, tako bi se u po-manjkanju privatnopravnog tumačenja naših sustavnih zakonskih rješenja mogao izgubiti smisao pravnog koncepta investicijskog posla koji smo kanili ugraditi u naše, domaće pravo preuzimajući rješenja poredbenih prava. Treba pri tom naglasiti da, za razliku od igre pokvarenog telefona, ne možemo slijepo, doslovno preuzeti poredbenopravna rješenja. Uvijek treba voditi računa o tome jesu li pojedina poredbenopravna rješenja u skladu s domaćim sustavom obveznog i stvarnog prava. Ako nisu, treba ih prilagoditi domaćem sustavu privatnog prava, poredbenopravne modele kolektivnog upravljanja imovinom treba adoptirati u hrvatski pravni sustav. Suprotna praksa nije opravdana jer narušava cjelovitost domaćeg sustava obveznog i stvarnog prava.<sup>2</sup>

Posrijedi je izuzetno zahtjevna zadaća s kojom pravna i poslovna praksa moraju zajednički izaći na kraj. Tek što smo teškom mukom postavili temeljni pravni okvir privatnopravnih odnosa, poslovna praksa snažno je zakoračila u potpuno

<sup>1</sup> Za austrijsko pravo v. Oppitz, M., *Das Investmentgeschäft*, u: Appathy P./Iro, G./Koziol, H. (ured.), *Österreichisches Bankvertragsrecht*, Band VI: Kapitalmarkt, 2. potpuno izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Wien/New York, 2007; za njemačko pravo v. Canaris, C.W., *Bankvertragsrecht*, 2. izdanje, u: Staub *Handelsgesetzbuch Grosskommentar*, Dritter Band, 3. Teil, Berlin, 1981.; Coing, H., *Die Treuhand kraft privaten Rechtsgeschäfts*, München, 1973.; Einsele, D., *Bank- und Kapitalmarktrecht*, Tübingen, 2006; Baur, J., u: Assmann, H.-D./Schütze, R.A. (ured.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, München, 2007, § 20 *Investmentgeschäft und -vertrieb*; Köndgen, J./Schmies, C., u: Schimansky, H./Bunte, H.-J./Lwowski, H.-J., *Bankrechts – Handbuch*, 3. izmijenjeno i dopunjeno izdanje, München, 2007, § 113 *Investmentgeschäft*; Ohl, K., *Die Rechtsbeziehungen innerhalb des Investment-Dreiecks, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen*, Bd. 57, Köln, 1989.

Canaris je kao njemački pravni pisac najvaženiji autor u austrijskom i švicarskom pravu investicijskog posla.

<sup>2</sup> Tom idejom rukovodili su se njemački pravници kad su privatno upravljanje imovinom ugrađivali u svoje pravo po uzoru na američka rješenja. Za to je i za nas danas poučna citirana studija Helmuta Coinga. On je štoviše upravo po tom zadatku boravio u SAD.

nove životne odnose investicijskog bankarstva koji jednostavno vape za određenim korekcijama, u biti usavršavanjima klasičnog sustava privatnog prava.

## II. PRAVNI ODNOS IZMEĐU ULAGATELJA I DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE OTVORENIM INVESTICIJSKIM FONDovima

### 2.1. Pravna priroda ugovora o ulaganju

Ugovor između ulagatelja i društva za upravljanje je po svojoj pravnoj prirodi ugovor o povjerenstvu s elementima ugovora o nalogu i ugovora o službi. Činidba društva za upravljanje iz ugovora o ulaganju je pribaviti ulagatelju udio u zasebnoj imovini, fondu i proslijediti sredstva s naslova uplate uloga zasebnoj imovini fonda. Društvo za upravljanje, također, preuzima obvezu da dalje ulaže ta sredstva i da upravlja zasebnom imovinom, fondom za zajednički račun ulagatelja. Sukladno čl. 763. st. 1. ZOO ugovor o ulaganju obvezuje i ovlašćuje društvo za upravljanje poduzimati pravne poslove i pravne radnje koji su potrebni za upravljanje zasebnom imovinom fonda. Pravne poslove i pravne radnje društvo za upravljanje poduzima za račun ulagatelja, uvažavajući pri tom ponajprije interese ulagatelja. Društvo za upravljanje ne odgovara za rezultat kao što bi to bio slučaj da je riječ o ugovoru o djelu, nego se obvezuje postupati pri ispunjavanju preuzetih činidbi pozornošću urednog i poštenog gospodarstvenika, a u smislu čl. 252. st. 1. odnosno čl. 430. ZTD. Odnos između ulagatelja i društva za upravljanje ima, u svakom slučaju, elemente povjereničkog odnosa.<sup>3</sup> Društvo za upravljanje ostvaruje sva prava iz zasebne imovine, fonda u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja. Ono posluje ili na temelju punopravnog povjerenstva postajući tako titular zasebne imovine fonda ili, pak, na temelju ovlašćujućeg povjerenstva stječući tako apsolutna, *erga omnes* – a ne samo ograničena obveznopravna-ovlaštenja raspolaganja zasebnom imovinom, fondom, dok ulagatelji i nadalje ostaju goli titulari te imovine. Zakonodavac je očito odabrao potonji tzv. vlasnički model investicijskog posla. Povjerenički element ugovora o ulaganju održava se i u tome što je ulagatelj kao nalogodavac snažno ograničen u svojim pravima jer društvo za ulaganje kao nalogodavac nije dužno slijediti upute ulagatelja, nalogodavca sukladno čl. 765. st. 1. ZOO.

Ugovor o ulaganju nema elemente ugovora o depozitu jer društvo za upravljanje ne pohranjuje sredstva koja primi od ulagatelja. To je zadaća depo-

<sup>3</sup> Posrijedi je vladajuće stajalište austrijskog i njemačkog prava iako njihovi propisi o investicijskim fondovima dosljedno razrađuju suvlasnički koncept odnosa ulagatelja i društva za upravljanje. V. Oppitz, M., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 3/44; Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2352.

zitne banke.<sup>4</sup> Ugovor o ulaganju nema ni elemente ugovora o kupoprodaji.<sup>5</sup> Iako izraz "prodaja udjela u fondovima"<sup>6</sup> upućuje na suprotan zaključak, ulagatelj ne plaća cijenu kao protučinidbu za već postojeći udio. Ulagatelj stječe svoj udio zbog toga što se uplatom njegovog uloga povećala imovina fonda. Uplaćena sredstva, novčani ulogi na temelju čl. 88. st. 1. ZIF *ipso iure* prirastaju zasebnoj imovini.<sup>7</sup> Novčani ulog je po svojoj pravnoj prirodi predujam iz čl. 772. ZOO odnosno naknada troškova iz čl. 773. st. 1. ZOO.<sup>8</sup> Ulagatelj kao nalogodavac predujmljuje određeni novčani iznos društvu za upravljanje kao nalogoprimcu za prava iz udjela. Najčešće mu u obliku ulazne naknade naknađuje troškove upravljanja zasebnom imovinom fonda. Ulagatelj stječe udio, dakle prava prema društvu za upravljanje<sup>9</sup>, samo ako predujmi novčani ulog i plati društvu za upravljanje ulaznu naknadu. Ulagatelj ulaže, poduzima činidbu i za to dobiva udio, kao protučinidbu. Ulagatelj plaća naknadu za ulazak u fond povrh uloga koji je predujmio za svoj udio u fondu.<sup>10</sup> Ugovor o kupoprodaji udjela u fondu sklapa se, međutim, kod derivativnog stjecanja udjela u fondu, i to ne samo onda kad već postojeći udio ulagatelj prednik prodaje ulagatelju slijedniku nego i onda kad društvo za upravljanje prodaje ulagatelju udio iz svoje imovine.<sup>11</sup> Potonju varijantu ZIF neopravdano isključuje.<sup>12</sup> Tada se ugovor o kupoprodaji udjela sklapa prenošenjem udjela od strane prvotnog imatelja udjela potonjem imatelju udjela i isplatom cijene.

ZIF u velikoj mjeri prisilnopravno uređuje ugovorni odnos ulagatelja i društva za upravljanje. Sloboda uređivanja odnosa ulagatelja i društva za upravljanje bitno je sužena okvirima koje za to postavlja ZIF.<sup>13</sup>

<sup>4</sup> V. čl. 49. st. 1. ZIF. Prema čl. 51. st. 2. ZIF "imovinu investicijskih fondova, uključujući vrijednosne papire, bankovne račune i drugu imovinu, depozitna banka čuva i vodi na zasebnom računu za svaki od fondova za kojeg obavlja poslove depozitne banke."

<sup>5</sup> Tako za ugovor o ulaganju po njemačkom i austrijskom pravu Canaris, C.W., Bankvertragsrecht, 2. izdanje, u: Staub Handelsgesetzbuch Grosskommentar, Dritter Band, 3. Teil, Berlin, 1981, Rbr. 2354; Oppitz, M., Das Investmentgeschäft, u: Appathy P./Iro, G./Koziol, H. (ured.), Österreichisches Bankvertragsrecht, Band VI: Kapitalmarkt, 2. potpuno izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Wien/New York, 2007, Rbr. 3/44; Coing, H., Die Treuhand kraft privaten Rechtsgeschäfts, München, 1973.; Einsele, D., Bank- und Kapitalmarktrecht, Tübingen, 2006;

<sup>6</sup> V. izraze "prodaja udjela", "cijena udjela", "potvrda o kupnji udjela" u čl. 156., čl. 160. i Glavi X. ZIF.

<sup>7</sup> Na temelju čl. 88. st. 1. ZIF: "kupnja udjela javnom ponudom obavlja se isključivo uplatama novčanih sredstava, čime kupac po kupnji udjela ulazi u ugovorni odnos s društvom za upravljanje koje se obvezuje da će uplaćenim novčanim sredstvima upravljati kao dijelom zajedničke imovine, u skladu s uvjetima naznačenim u prospektu."

<sup>8</sup> Tako sa stajališta njemačkog prava koje se u tom dijelu preklapa s hrvatskim pravom Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2354. Tako i Baur, J., op. cit. u bilj. 1, § 20 Rbr. 213.

<sup>9</sup> O tim pravima v. poblježe pod ...

<sup>10</sup> V. čl. 94. toč. 1. ZIF.

<sup>11</sup> Tako i Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2354.

<sup>12</sup> V. čl. 47. st. 1. toč. 12. ZIF.

<sup>13</sup> To je slučaj i u nama poredbenim pravima. V., primjerice, austrijski InvFG, konkretno §§ 3, 6, 8, 10 i 20 InvFG.

## 2.2. Sklapanje ugovora o ulaganju

Ponudu za sklapanje ugovora o ulaganju u pravilu daje klijent, potencijalni ulagatelj. Slanje promidžbenih prospekata, cjenika i drugih obavijesti te oglasi dani u tisku, televizijom, elektroničkim putem ili na koji drugi način nisu ponuda nego poziv da klijent, potencijalni ulagatelj dade ponudu pod objavljenim uvjetima (*invitatio ad offerendum*).<sup>14</sup> Društvo za upravljanje posluje po *open-end* načelu,<sup>15</sup> i u pravilu je spremno izdavati udjele u neograničenom broju, no to samo po sebi ne znači kako je ono donošenjem svojih općih uvjeta poslovanja preuzelo obvezu da će prihvatiti svaku ponudu za sklapanje ugovora o ulaganju.<sup>16</sup> Namjera društava za upravljanje nije podvrći se krutom režimu obveznog sklapanja ugovora. Društva za upravljanje ne objavljuju svoje opće uvjete poslovanja radi sklapanja budućih ugovora o ulaganju nego da tehnički i pravno olakšaju sklapanje velikog broja ugovora o ulaganju namećući svojoj brojnoj klijenteli sadržaj tih ugovora odnosno upotpunjujući ugovore o ulaganju s pojedinim ulagateljima.

Društvo za upravljanje dužno je bez odgađanja obavijestiti potencijalnog ulagatelja ako više ne želi izdavati udjele u fondu. U suprotnom, na temelju čl. 764. ZOO odgovara ulagatelju za štetu koju bi mu zbog toga nastala. Naknada te štete obračunava se po pravilima o naknadi negativnog pogodbenog interesa. U biti je riječ o odgovornosti za štetu *ob culpam in contrahendo*.

Priopćavajući ulagatelju cijenu udjela i zahtijevajući njezino plaćanje društvo za upravljanje konkludentno prihvaća ponudu ulagatelja za sklapanje ugovora o ulaganju. Takav konkludentan prihvrat društva za upravljanje najčešće je sadržan u raznim pisanim obračunima koje društva za upravljanje ispostavljaju svojim klijentima s kojima pregovaraju o sklapanju ugovora o ulaganju. Izdavanje udjela i plaćanje uloga nisu usmjereni na sklapanje ugovora o ulaganju, posrijedi je ispunjavanje činiđbi iz ugovora o ulaganju.<sup>17</sup> Ugovor o ulaganju sklapa se iznimno izdavanjem udjela i plaćanjem uloga ako ugovorne strane već prije toga nisu sklopile ugovor o ulaganju.

## 2.3. Uloga banke i drugih zastupnika prilikom sklapanja ugovora o ulaganju

Ugovor o ulaganju ne sklapa se u pravilu ni na ulagateljevom "kućnom pragu", niti drugim neposrednim kontaktom ulagatelja i društva za upravljanje. Sklapanje ugovora o ulaganju neposrednim kontaktom ograničeno je uglavnom

<sup>14</sup> V. čl. 256. st. 1. ZOO.

<sup>15</sup> V. pobliže o tome pod ...

<sup>16</sup> Tako i Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2358.

<sup>17</sup> Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2358; Oppitz, M., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 3/46.

na ulagatelje koji imaju status institucionalnih ulagatelja.<sup>18</sup> Osobe građanskog prava, mahom potrošači, mogu doći do društva za upravljanje samo preko banke. Uključivanjem banke, te drugih za to ovlaštenih osoba<sup>19</sup>, u sklapanje ugovora o ulaganju uspješno se otklanjaju praktične teškoće vezane uz sklapanje ugovora o ulaganju, posebice u prometu s potrošačima. Banke u poslovnom prometu najčešće nastupaju kao direktni zastupnici društava za upravljanje<sup>20</sup>, a rjeđe kao puki poslanici koji društvu za upravljanje prosljeđuju klijentovu, ulagateljevu ponudu za sklapanje ugovora o ulaganju.<sup>21</sup> Nema zapreke da banka nastupi i kao ulagatelj direktni zastupnik, ili, pak puki poslanik.<sup>22</sup> Banka može i komisiono kupovati udjele u otvorenim investicijskim fondovima za račun svojih klijenata, no tada je banka, a ne klijent banke, ugovorna strana ugovora o ulaganju.

#### 2.4. Opći uvjeti poslovanja društva za upravljanje

Opći uvjeti poslovanja sastavni su dio svakog pojedinog ugovora o ulaganju.<sup>23</sup> Prilikom sklapanja ugovora o ulaganju društvo za upravljanje u pravilu uručuje ulagatelju u pisanom obliku opće uvjete poslovanja ugovora o ulaganju. Prilikom distancijskog sklapanja ugovora o ulaganju društvo za upravljanje mora izričito upozoriti ulagatelja na to da opće uvjete poslovanja može podići na njegovoj web stranici odnosno da ih može dobiti u precizno navedenim filijalama društva za upravljanje odnosno depozitne banke.<sup>24</sup> Treba strogo razgraničiti statut, društveni ugovor društva za upravljanje i opće uvjete poslovanja društva za upravljanje. Pisano usvajanje statuta društva za upravljanje od strane pojedinog ulagatelja treba tumačiti kao puko upoznavanje ulagatelja sa sadržajem statuta. Ulagatelj ne može usvojiti statut društva za upravljanje zbog toga što nije član

<sup>18</sup> Prema čl. 186. ZIF prodaju dionica ili udjela u investicijskim fondovima s javnom ponudom obavljaju društva za upravljanje. Taj posao na temelju ugovora s društvom za upravljanje mogu obavljati i banke, osiguravajuća društva, brokerska društva i druge pravne osobe koje na temelju ugovora o poslovnoj suradnji obavljaju poslove prodaje za društvo za upravljanje. Potonje osobe mogu uputiti potencijalne kvalificirane ulagatelje neposredno na društvo za upravljanje.

<sup>19</sup> Prema čl. 186. st. 2. to su, pored banaka, osiguravajuća društva, brokerska društva i druge pravne osobe koje na temelju ugovora o poslovnoj suradnji obavljaju poslove prodaje za društvo za upravljanje.

<sup>20</sup> V. čl. 187. st. 1. ZIF-a.

<sup>21</sup> U svakom slučaju sobe ovlaštene za prodaju udjela u investicijskom fondu stupaju u određeni ugovorni odnos s društvom za upravljanje. V. čl. 186. st. 1. ZIF-a. U njemačkoj i austrijskoj poslovnoj praksi banke su češće puki poslanici društva za upravljanje nego njegovi direktni zastupnici. V. Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2362; Oppitz, M., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 3/45.

<sup>22</sup> V. čl. 187. st. 2. ZIF.

<sup>23</sup> Opće uvjete poslovanja društava za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima ZIF naziva statutom.

<sup>24</sup> Tako sa stajališta hrvatskom pravu u tom dijelu odgovarajuće njemačke sudske prakse Köndgen, J./Schmies, C., op. cit. u bilj. 1, § 113 Rbr. 209.

društva za upravljanje. Jasno je kako određene pogodbe prospekta investicijskih fondova s javnom ponudom imaju karakter općih uvjeta poslovanja društva za upravljanje, iako ZIF ne koristi izraz opći uvjeti poslovanja.<sup>25</sup> Na to, posebice, upućuje odredba čl. 104. st. 2. toč. 6. ZIF u kojoj je propisano da prospekt mora sadržavati podatke o pravima iz udjela u fondu.

ZIF ne propisuje kako se ugovor o ulaganju sklapa putem općih uvjeta poslovanja. Jasno je, međutim kako ZIF nameće stroža pravila u odnosu prema ZOO jer ZIF društvu za upravljanje nameće obvezu upoznati pojedinog ulagatelja s cjelokupnim prospektom, a ne samo sa općim uvjetima poslovanja ugovora o ulaganju koji su samo jedan sastavni dio prospekta.<sup>26</sup> Društvo za upravljanje može pridodati prospektu opće uvjete poslovanja ugovora o ulaganju samo ako ih je HANFA prethodno odobrila. Mjerodavna su stoga opća pravila ZOO o sklapanju ugovora putem općih uvjeta poslovanja. Društvo za upravljanje mora u vrijeme sklapanja ugovora upoznati ulagatelja s općim uvjetima poslovanja.<sup>27</sup> Pogodbe općih uvjeta poslovanja nisu valjanje u odnosu prema ulagatelju, propusti li društvo za upravljanje upoznati ulagatelja s njihovim sadržajem. Štoviše, zbog toga propusta čitav je ugovor o ulaganju ništav jer se on mahom, posebice s potrošačima, sklapa putem općih uvjeta poslovanja, a ne neposrednom pogodbom.<sup>28</sup> Daljnji je problem što se zbog toga stvara nejednakost u pravima i obvezama društva za upravljanje i pojedinih ulagatelja ovisno o tome jesu li prilikom sklapanja ugovora o ulaganju znali ili morali znati za primjenu općih uvjeta poslovanja. To nije dobro za pravnu sigurnost. Investicijsko bankarstvo počiva, naime, na pravilu po kojem za sve ulagatelje vrijedi isti pravni režim. Potonje načelo jače je od načela po kojem svi ulagatelji zavrjeđuju jednak tretman. Opći režim primjene općih uvjeta poslovanja iz ZOO nije, dakle, primjeren sklapanju ugovora o ulaganju putem općih uvjeta poslovanja društva za upravljanje.

Odredba čl. 109. ZIF te Pravilnik kojim se uređuju izmjene prospekata otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom potvrđuju to stajalište. Pogodbe općih uvjeta poslovanja društva za upravljanje mogu se promijeniti samo na temelju tih propisa.<sup>29</sup> Izmijenjene i dopunjene pogodbe općih uvjeta poslovanja društva za ulaganje vrijede i prema "starim" ulagateljima neovisno o tome jesu li se oni suglasili s tim izmjenama i dopunama. Svako drugačije rješenje unijelo bi pomutnju i sputalo rad društva za upravljanje jer bi za ulagatelje koji su udjele stekli iz druge ruke vrijedili novi opći uvjeti poslovanja, a stari opći uvjeti poslo-

<sup>25</sup> Sadržaj prospekta propisan je čl. 104. ZIF.

<sup>26</sup> Tako sa stajališta njemačkog prava koje je u tom dijelu srodno hrvatskom pravu Köndgen, J./Schmies, C., op. cit. u bilj. 1, § 113 Rbr. 116.

<sup>27</sup> V. čl. 295. st. 5. ZOO.

<sup>28</sup> U tom smjeru i Ohl, K., op. cit. u bilj. 1, str. 42, no on se poziva na drugi argument, ko-  
gentnu odredbu starog § 18 njemačkog KAAG.

<sup>29</sup> V. u tom pogledu hrvatskim propisima srodnu odredbu § 22. st. 3. austrijskog InvFG.

vanja vrijedili bi za ulagatelje koji su udjele stekli iz prve roke.<sup>30</sup> Da je tako snažno potvrđuje odredba čl. 109. st. 1. ZIF po kojoj se svi imatelji udjela, prije izmjena i dopuna, moraju upoznati s time da od društva za upravljanje mogu zahtijevati otkup udjela i to bez odbitka bilo kakve izlazne naknade koja bi se inače naplaćivala prilikom izlaska iz fonda. Društvo za upravljanje obvezno je preko depozitne banke otkupiti sve udjele, zahtijevaju li ulagatelji otkup svojih udjela prije nego što izmijene i dopune stupe na snagu. Postojeći ulagatelji ne mogu otkloniti primjenu izmijenjenih i dopunjenih pogodbi općih uvjeta poslovanja ugovora o ulaganju budući da društvo za upravljanje na temelju izričitih zakonskih ovlasti ima pravo mijenjati opće uvjete poslovanja ugovora o ulaganju i kad se s time nije suglasio svaki pojedini ulagatelj.

Odredba čl. 109. ZIF ima jasno prepoznatljiv *ratio legis*. Izmjene i dopune općih uvjeta poslovanja ugovora o ulaganju obvezuju ulagatelje neovisno o tome jesu li ih oni prihvatili. U cilju zaštite pojedinih ulagatelja ZIF nameće prethodnu suglasnost HANFA-e kao posebnu, nužnu pretpostavku valjanosti takvih izmjena i dopuna. Rješenja ZIF su opravdana, posebice, sa stajališta jednakog pravnog položaja svih ulagatelja te sa stajališta brojnih klauzula općih uvjeta poslovanja koje prema ZIF mora sadržavati svaki ugovor o ulaganju. Izmjene i dopune općih uvjeta poslovanja ugovora o ulaganju stupaju stoga na snagu objavom u dnevnim novinama sukladno čl. 109. st. 1. ZIF<sup>31</sup>, a na temelju posebnih izričitih rješenja ZIF koja imaju prednost pred općim pravnim režimom izmijene općih uvjeta poslovanja iz ZOO.<sup>32</sup>

*De lege ferenda* treba razmisliti o tome da se s izmjenama i dopunama općih uvjeta poslovanja ugovora o upravljanju osim HANFA-e suglase i nadzorni odbor društva za upravljanje<sup>33</sup> te depozitna banka.<sup>34</sup> Time bi se dodatno osnažila zaštita ulagatelja. Ne može se početi s izdavanjem udjela u investicijskim fondovima prije nego što HANFA odobri prospekt, a samim time i opće uvjete poslovanja ugovora o ulaganju.<sup>35</sup> Klauzule općih uvjeta poslovanja ugovora o ulaganju nisu valjane ako društvo za upravljanje krši prava ulagatelja propisana ZIF-om.<sup>36</sup> Prethodna suglasnost HANFA-e s općim uvjetima poslovanja ugovora

<sup>30</sup> Tako sa stajališta hrvatskom pravu srodnih odredbi austrijskog InvFG Oppitz, M., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 3/47.

<sup>31</sup> Usporedi sa srodnim obvezama objavljivanja prospekta iz čl. 374. Zakona o tržištu kapitala.

<sup>32</sup> Tako u konačnici i Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2367, ali sa stajališta po kojem je takva obveza rezultat uvriježenog shvaćanja u poslovnom prometu.

<sup>33</sup> O problemu nadzornog odbora društva za upravljanje u obliku društva s ograničenom odgovornošću v. poblize

<sup>34</sup> V., primjerice, u tom pogledu § 22. st. 1. austrijskog InvFG.

<sup>35</sup> Tako čl. 105. st. 1. ZIF-a.

<sup>36</sup> Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2368, suprotno tome, smatra da su pogodbe ugovora o ulaganju ugovorene putem općih uvjeta poslovanja u načelu valjane i kad ih prethodno nije odobrila javnopravna vlast koja nadzire postupak izdavanju udjela u investicijskim fondovima. Posrijedi su pre-



o ulaganju na temelju ZIF-a kao posebnog propisa zamjenjuje opća pravila ZOO o poslovnopravnom očitovanju volje, a po kojima ulagatelj mora prihvatiti izmjene i dopune ugovornih pogodbi pa tako i općih uvjeta poslovanja. HANFA mora, u roku od šezdeset dana od dana podnošenja zahtjeva, odobriti svaki prospekt investicijskog fonda s javnom ponudom prije pokretanja javne ponude za prodaju udjela, a mora prethodno odobriti izmjene i dopune postojećih prospekata do kojih je došlo zbog bitnih promjena.<sup>37</sup> Ako u roku šezdeset dana HANFA ne odluči o zahtjevu za odobrenje prospekta smatra se da su prospekt odnosno njegove izmjene i dopune odobrene.<sup>38</sup> Društvo za upravljanje ne može tužbom zahtijevati od HANFA-e pisanu potvrdu o tome da je odobrila prospekt odnosno njegove izmjene i dopune jer u roku šezdeset dana nije odlučila o zahtjevu društva za upravljanje o odobrenju prospekta odnosno o njegovim izmjenama i dopunama. Uporište za to ne daje odredba čl. 287. ZOO jer suglasnost HANFA-e nije poslovnopravno očitovanje nego upravni akt. HANFA ne daje suglasnost za sklapanje pojedinog ugovora o ulaganju nego općenitu suglasnost za korištenje općih uvjeta poslovanja. Mogući zahtjev za izdavanjem takve pisane potvrde ulagatelj može steći samo *de lege ferenda* na temelju posebne odredbe ZIF-a.<sup>39</sup> Utvrdi li HANFA da odredbe općih uvjeta poslovanja ugovora o ulaganju nisu valjane pozvat će društvo za upravljanje da izmjeni ili dopuni podatke odnosno isprave vezane uz opće uvjete poslovanja. HANFA može pojednostaviti postupak kontrole pojedinih pogodbi općih uvjeta poslovanja ugovora o ulaganju tako da unaprijed utvrdi listu valjanih oglednih pogodbi s koje bi društva za upravljanje mogla preuzimati određene pogodbe pouzdajući se pri tom da su pogodbe s te ogledne liste prošle test valjanosti.<sup>40</sup>

Prethodna, preventivna javnopravna kontrola općih uvjeta poslovanja od strane HANFA-e u svakom slučaju ne isključuje naknadnu sudsku kontrolu pojedinih klauzula općih uvjeta poslovanja ugovora o ulaganju.<sup>41</sup> HANFA ima jasnu zadaću brinuti o ulagateljima kao sudionicima tržišta kapitala te štititi njihove interese tako što unaprijed provjerava jesu li pojedine klauzule općih uvjeta poslovanja poštene sa stajališta ulagatelja odnosno prouzrokuju li one suprotno načelu savjesnosti i poštenja očiglednu neravnopravnost u pravima i obvezama ugovornih strana na štetu ulagatelja. Ovlasti HANFA-e, međutim, ne isključuju opću su-

---

ma Canarisu javnopravne obveze društava za upravljanje. Kršenje tih obveza povlači za sobom samo prekršajne sankcije, dok, prema Canarisu, ugovor o ulaganju ostaje na snazi sa svim pogodbama općih uvjeta poslovanja iako ih nije odobrila nadležna javnopravna vlast, naravno, pod pretpostavkom da te pogodbe inače ispunjavaju sve pretpostavke koje su po općim pravilima obveznog prava potrebne za valjanost tih pogodbi.

<sup>37</sup> Tako čl. 105. st. 1. ZIF-a.

<sup>38</sup> Tako čl. 105. st. 1. reč. 2. ZIF-a.

<sup>39</sup> Usporedi s izričitom odredbom § 43. st. 1. njemačkog InvG.

<sup>40</sup> V. rješenje iz § 43a njemačkog InvG.

<sup>41</sup> V. 296. st. 1. ZOO. Za hrvatskom pravu u tom dijelu srodno njemačko i austrijsko pravo v. Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2369; Oppitz, M., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 3/49.

dbenu nadležnost da rješava privatnopravne sporove o valjanosti pojedinih klauzula ugovorenih putem općih uvjeta poslovanja. Mora se uzeti u obzir mogućnost nejednakog pravnog položaja pojedinih ulagatelja prema društvu za upravljanje ako pojedini ulagatelji uspiju sa svojim tužbenim zahtjevima pa sud poništi pojedine klauzule općih uvjeta poslovanja ugovora o ulaganju. Spomenuti rizik je ipak u konačnici malen jer poništavanje nepoštenih klauzula općih uvjeta poslovanja s naslova čl. 296. st. 1. ZOO proizvodi apsolutne pravne učinke, dakle, djeluje prema svim ulagateljima fonda čiji je član i tužitelj. Pri tom dakako ne treba smetnuti rizik međusobno proturječnih sudskih odluka o valjanosti potpuno istih klauzula općih uvjeta poslovanja ugovora o ulaganju. Rizik različitog pravnog položaja pojedinih ulagatelja može se pojaviti ako pojedini ulagatelj upozori na ništavost pojedinih klauzula općih uvjeta poslovanja ugovora o ulaganju s naslova posebnih odredbi Zakona o zaštiti potrošača, dok drugi ulagatelji to jednostavno ne učine.

## 2.5. Prava i obveze iz ugovora o ulaganju

### 2.5.1. Glavna činidba društva za upravljanje: izdati udjel i pribaviti ulagatelju pravni položaj suimatelja zajedničke nepodijeljene zasebne imovine

Ugovor o ulaganju podrazumijeva izdavanje udjela u otvorenom investicijskom fondu. Udjeli su vrijednosni papiri. To proizlazi iz izričite odredbe čl. 92. st. 3. ZIF prema kojoj je udio slobodno prenosiv vrijednosni papir. Izdaje se u obliku elektroničkog zapisa koji se bilježi u računalnom registru udjela društva za upravljanje. ZIF utoliko odudara od pojma nematerijaliziranog vrijednosnog papira iz čl. 490. st. 1. i 3. Zakona o tržištu kapitala. Za stjecanje udjela kao vrijednosnog papira konstitutivan je upis u registar udjela u otvorenom investicijskom fondu za čije je vođenje odgovorno društvo za upravljanje, a ne upis u računalni sustav središnjeg depozitorija kako to zahtijeva čl. 490. st. 1. ZTK za stjecanje nematerijaliziranog vrijednosnog papira.<sup>42</sup> Udjeli u otvorenim fondovima ne prenose se, dakle, u pravilu indosamentom odnosno predajom kao što se inače prenose vrijednosni papiri po naredbi odnosno na donositelja<sup>43</sup> te se njima ne može trgovati na burzi jer nisu nematerijalizirani vrijednosni papiri u smislu ZTK.<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> Na temelju čl. 124. ZTVP nematerijalizirani vrijednosni papir je elektronički zapis na računu vrijednosnih papira u kompjuterskom sustavu Središnje depozitarne agencije kojim se njegov izdavatelj obvezuje vlasniku ispuniti obvezu sadržanu u nematerijaliziranom vrijednosnom papiru.

<sup>43</sup> O njemačkoj praksi izdavanja investicijskih certifikata kao vrijednosnih papira na koje se na odgovarajući način primjenjuju odredbe Aktiengesetz-a i o njihovom prijenosu predajom odnosno indosamentom v. § 33 Investmentgesetz-a.

<sup>44</sup> O trgovini pojedinim udjelima otvorenih fondova na frankfurtskoj burzi v. poblizhe Köndgen, J., op. cit. u bilj. 216, § 113 RdN 145.

ZOO pruža uporište za to da su udjeli u otvorenim fondovima nematerijalizirani vrijednosni papiri određujući da vrijednosni papir može imati oblik elektroničkog zapisa određenog zakonom.<sup>45</sup> ZIF je u tom pogledu zakon na koji upućuje ZOO pod pretpostavkom da društvo za upravljanje ne vodi registre udjela ručno nego u računalnom obliku. Prema ZIF ne mogu se stoga izdavati udjeli na donositelja. Udjeli uvijek glase na ime pa su stoga vrijednosni papiri na ime. Posrijedi je vrijednosni papir *sui generis*. Nije riječ ni o obveznopravnom, stvarnopravnom niti korporacijskom vrijednosnom papiru, nego o mješovitom vrijednosnom papiru budući da iz njega proizlaze prava i obveznog i stvarnog karaktera. On se temelji na izričitim odredbama ZIF pa stoga ne proturječi načelu *numerus clausus* vrijednosnih papira. Na temelju ugovora o ulaganju društvo za upravljanje obvezuje se pribaviti ulagatelju pravni položaj suimatelja zasebne zajedničke imovine fonda. Imatelj udjela, ulagatelj stječe, dakle, zajedno s udjelom zajedničko vlasništvo na stvarima u zasebnoj imovini fonda odnosno postaje suimateljem prava i tražbina iz ostale zajedničke zasebne imovine fonda budući da ti dijelovi zasebne imovine fonda nisu podobni za to da se na njima stekne vlasništvo.

Sporno je koja prava proizlaze iz udjela u otvorenom investicijskom fondu. Odredbe čl. 104. st. 2. toč. 6. ZIF-a i odredba čl. 112. st. 1. toč. 5. ZIF-a spominju samo obvezna prava imatelja udjela, ulagatelja, a odredba čl. 89. ZIF daje imateljima udjela, ulagateljima stvarna prava odnosno pravo zajedničkog vlasništva na zasebnoj imovini fonda. Među pravima iz udjela navode se: pravo na obaviještenost (polugodišnja i godišnja izvješća), pravo na udio u dobiti, pravo na prodaju udjela fondu, odnosno obveza otkupa udjela i pravo na isplatu dijela ostatka stečajne i likvidacijske mase fonda. Tumačenju tih odredbi ZIF-a treba pristupiti smisleno, a ne doslovno. Ulagatelj je, s jedne strane, zajednički vlasnik stvari u sastavu zasebne imovine fonda odnosno suimatelj prava i tražbina u sastavu zajedničke zasebne imovine, a s druge strane ulagatelj iz svog udjela crpi samo prava obveznopravnog karaktera.<sup>46</sup> Prenošenjem svog udjela, dakle prava obveznopravnog karaktera, ulagatelj prednik prenosi ulagatelju slijedniku neposredno po samom zakonu, a po načelu akcesornosti, i svoj stvarnopravni položaj u zasebnoj imovini otvorenog investicijskog fonda. Prilikom tumačenja ZIF-a treba početi od toga da udio u otvorenom investicijskom fondu ukoričuje ukupnu pravnu poziciju ulagatelja u investicijskom trokutu, dakle, prema društvu za upravljanje, ali i depozitnoj banci. U suprotnom, doći će do nepomirljivih razmimoilaženja povjereničkog i suvlasničkog koncepta pravnog odnosa ulagatelja i društva za upravljanje.<sup>47</sup> Povjerenički koncept provediv je, naime, samo sa stajališta ulagateljevog obveznopravnog položaja, a to nije slučaj i sa suvlasničkim konceptom

<sup>45</sup> V. čl. 1135. st. 2. ZOO.

<sup>46</sup> Za njemačko pravo v. u tom dijelu i za nas instruktivno stajališta koje zastupa Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2372.

<sup>47</sup> Tako sa stajališta njemačkog prava koje je u tom dijelu i za nas instruktivno Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2372.

budući da on zahtijeva kombiniranje obveznopravne i stvarnopravne pozicije ulagatelja. Doslovno tumačenje ZIF-a nije, dakle, opravdano jer prenaglašava gospodarsku pozadinu investicijskog posla, a da pri tom ne vodi dovoljno računa o tome je li to stajališta pravno održivo. Ulagatelj pravni položaj nema stoga težište u imovinskopравnim zahtjevima prema društvu za upravljanje s naslova urednog i poštenog upravljanja zasebnom imovinom fonda. Ti zahtjevi imaju karakter uzgredne činidbe društva za upravljanje, a težište je u tome kako ulagatelj pravno sudjeluje u zasebnoj imovini fonda, je li to po vlasničkom ili, pak, povjereničkom konceptu upravljanja zasebnom imovinom fonda. Udjeli u fondu moraju, dakle, jasno odraziti tu bit ulagateljevog pravnog položaja.

Udio u otvorenom investicijskom fondu izdaje se u nematerijaliziranom obliku pa je modus njegovoga stjecanja cesija te uknjižba u registar udjela, po posebnim odredbama ZIF-a.<sup>48</sup> Za prijenos vrijednosnog papira potreban je osim titulusa, kao modus, i posao prijenosa odnosno pribavljanja vrijednosnog papira.<sup>49</sup> Treba razgraničiti obveznopravni ugovor o ulaganju između ulagatelja i društva za upravljanje prema ugovoru o prijenosu odnosno stjecanju vrijednosnog papira. Na temelju ugovora o ulaganju društvo za upravljanje obvezuje se izdati i prenijeti ulagatelju udio u investicijskom fondu kad ulagatelj u cijelosti plati cijenu za taj udio.<sup>50</sup> Odnos između ugovora o ulaganju i ugovora o prijenosu odnosno pribavljanju udjela u investicijskom fondu odgovara, primjerice, odnosu između ugovora o prijenosu odnosno pribavljanju mjenice i klauzule temeljnog ugovora o osiguranju plaćanja izdavanjem mjenice.<sup>51</sup>

Nedostaci ugovora o prijenosu udjela ravnaju se u načelu prema općim pravilima prava vrijednosnih papira. Prilikom prvog stjecanja udjela nije moguće isključiti prigovore s naslova nedostataka ugovora o prijenosu udjela. Pravila o odgovornosti zbog stvaranja pravnog privida općenito ne vrijede prilikom prvog stjecanja udjela. Imatelj udjela ne može se pozivati na samostalan, apstraktan pravni položaj iz udjela kao vrijednosnog papira te s tog naslova otkloniti sve prigovore izdavatelja udjela. Prigovore o nedostacima ugovora o prijenosu udjela treba smatrati osobnim prigovorima, a isticanje osobnih prigovora ne može se isključiti, budući da udjel nije cirkulirao u prometu. Ulagatelj se stoga ne može pozivati na to da se prilikom pribavljanja udjela pouzdao u pravni privid odnosno u to da ima prava iz udjela iako ih stvarno nije imao.<sup>52</sup> Ulagatelj tada gubi svoj udjel ako je ništav ugovor o cesiji udjela odnosno uknjižba udjela u registar udjela. Nedostaci ugovora o ulaganju ne utječu sami po sebi na valjanost ugovora o prijenosu udjela jer je ugovor o prijenosu udjela stvarnopravni posao, i u načelu

<sup>48</sup> V. čl. 177. st. 1. ZIF-a.

<sup>49</sup> V. čl. 142., 143. i 144. ZOO-a.

<sup>50</sup> V. odredbu čl. 160. st. 1. ZIF-a po kojoj društvo za upravljanje može izdati potvrdu o udjelu tek kad ulagatelj uplati ulog u cijelosti.

<sup>51</sup> Tako Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2374.

<sup>52</sup> Tako Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2375.

je apstraktan.<sup>53</sup> Prigovori o nedostacima ugovora o ulaganju mogu se, međutim, isticati zaobilaznim putem i to s naslova stjecanja bez osnove. Spomenuti prigovori uglavnom zahvaćaju i ugovor o prijenosu pa je i potonji posao većinom zbog toga pobojan odnosno ništav.<sup>54</sup>

Udjeli u otvorenom investicijskom fondu mogu se izdati samo ako su ih ulagatelji prije toga u potpunosti platili i to isključivo novcem.<sup>55</sup> Zabranjeno je platiti udjel unosom stvari i prava. Iznimku od tog pravila propisuje odredba čl. 45. ZIF jer prilikom prijenosa poslova upravljanja investicijskim fondom na novo društvo za upravljanje ulagatelji dobivaju nove udjele i plaćaju ih unosom stvari i prava iz zasebne imovine fonda.<sup>56</sup> Izričito je propisano ZIF da depozitna banka izdaje i otkupljuje udjele u fondovima.<sup>57</sup> Iznos za koji se izdaje udio u fondu ulagatelj podmiruje depozitnoj banci, a ona ta sredstva bez odgađanja, nakon što od njih odbije troškove i ulazne naknade, pripisuje povjereničkom bankarskom kontu društva za upravljanje, a koji vodi kao bankarski konto sa zaporkom.<sup>58</sup> Depozitna banka prema čl. 53. st. 1. ZIF vodi posebne bankarske račune za sredstva svakog pojedinog fonda, svake zasebne imovine. Bankarski računi sa zaporkom, kao posebni bankarski računi, mogu najbolje poslužiti za obavljanje zadaća koje prema ZIF u tom pogledu ima depozitna banka.<sup>59</sup> Depozitna banka isplaćuje s tog bankarskog konta sa zaporkom cijenu za koju društvo za upravljanje otkupljuje ulagateljev udjel nakon što od tog iznosa odbije ugovorene izlazne naknade i troškove. Ulazne i izlazne naknade te troškove depozitna banka može isplatiti društvu za upravljanje.

Nije dopušteno platiti udjel unosom stvari i prava odnosno djelomičnom uplatom u novcu a djelomičnom unosom stvari i prava. Posao prijenosa ništav je prekrši li društvo za upravljanje spomenuta ograničenja. Posrijedi je povreda iz čl. 322. st. 1. ZOO, ugovor je suprotan prisilnom propisu odnosno ZIF-u.

Ugovor o ulaganju kao kauzalni posao nije zbog toga ništav. Ništavost neke odredbe ugovora pa shodno tome i posla prijenosa, ne povlači ništavost kauzalnog ugovora ako on može opstati bez ništavog posla prijenosa i ako on nije bio ni uvjet ugovora ni odlučujuća pobuda zbog koje je ugovor sklopljen.<sup>60</sup> Ništavost posla prijenosa povlači ništavost kauzalnog posla ako ugovor o ula-

<sup>53</sup> V. pobliže o poslovima prijenosa prava Markovinović, H., Ugovor o cesiji (doktorski rad), Zagreb, 2006., str. 42 i nadalje. Za njemačko pravo koje je u tom dijelu odgovara hrvatskom pravu v. Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2376.

<sup>54</sup> Tako Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2376.

<sup>55</sup> V. čl. 88. st. 1. ZIF-a i čl. 160. st. 1. ZIF. Uplata u otvoreni investicijski fond s javnom ponudom obavlja se iznimno i u vrijednosnim papirima, V. čl. 158. st. 2. ZIF-a.

<sup>56</sup> Usporedi s odredbom § 40. njemačkog InvG.

<sup>57</sup> V. čl. 53. st. 1. toč. 1. i toč. 2. ZIF.

<sup>58</sup> V. i za nas u tom pogledu instruktivno rješenje § 23. st. 2. reč. 2. njemačkog InvG.

<sup>59</sup> ZTK među posebnim vrstama računa nematerijaliziranih vrijednosnih papira izričito spominje i račune sa zaporkom. V. čl. 491. st. 3. toč. 1. ZTK.

<sup>60</sup> V. čl. 324. st. 1. ZOO.

ganju kao kauzalni posao propisuje mogućnost izdavanja udjela neovisno o tome jesu li prethodno u cijelosti plaćeni. Tada je posrijedi prijevarno zaobilaženje odredbe čl. 324. st. 1. ZOO što ima za posljedicu i ništavost kauzalnog posla, a ne samo ugovora o prijenosu.

Cijena udjela u otvorenom investicijskom fondu nije predmet slobodne pogodbe. Ulagatelj i društvo za upravljanje ne mogu slobodno ugovoriti cijenu udjela. ZIF propisuje način izračunavanja cijene udjela zabranjujući pri tom prodaju odnosno otkup udjela za iznos manji ili veći od trenutno važeće jedinstvene cijene odnosno neto vrijednosti zasebne imovine fonda koja računski otpada na pojedini udio.<sup>61</sup> Cijena udjela izračunava se na temelju objektivne vrijednosti zasebne imovine fonda.<sup>62</sup> ZIF nastoji zaštititi ulagatelje u investicijske fondove od pada vrijednosti njihovih udjela. Udjeli starih ulagatelja vrijedili bi po prirodi stvari manje ako bi društvo za upravljanje izdavalo nove udjele po nižoj cijeni nego što ih je izdavalo starim ulagateljima. ZIF o tome vodi računa jer, s jedne strane, uskraćuje društvu za upravljanje slobodno formiranje cijene udjela, a, s druge strane, nameće mu mjerila za objektivno, svakodobno izračunavanje vrijednosti udjela. Povreda odredbe čl. 156. st. 2. ZIF-a nije stoga prisutna samo kad društvo za upravljanje ne naplati u cijelosti udio nego i onda kad izdaje nove udjele ispod objektivne vrijednosti zasebne imovine fonda.<sup>63</sup>

Ulagatelj stječe pravni položaj suimatelja, zajedničke nepodijeljene zasebne imovine<sup>64</sup> čim plati cijenu za svoj udio, a ne tek kad na temelju posla prijenosa ishodi upis svog udjela u registar udjela.<sup>65</sup> Sve uplate smjesta prispjevaju zasebnoj imovini fonda, neposredno na temelju ZIF-a, pa je stoga razumljivo priznati ulagatelju pravo na udjel u zasebnoj imovini fonda već od trenutka uplate. U suprotnom bi, naime, barem za kratko, dok se udio ne upiše u registar udjela, nastao neopravdani raskorak jer bi isti krug starih ulagatelja dijelio i povećanu vrijednost zasebne imovine fonda koja je nastala uplatama od strane novog ulagatelja. Stjecatelju udjela treba stoga priznati prava iz udjela i prije nego što se ta prava ukoriče u vrijednosni papir, a na temelju upisa udjela u registar udjela sukladno čl. 177. st. 1. ZIF-a. Udio u fondu nije stoga konstitutivan nego deklaratoran vrijednosni papir.<sup>66</sup> Upis u registar udjela konstitutivan je za stjecanje udjela

<sup>61</sup> Tako čl. 156. st. 2. ZIF-a.

<sup>62</sup> V. čl. 154. ZIF-a.V. i Pravilnik o utvrđivanju vrijednosti imovine investicijskog fonda i izračunu neto vrijednosti imovine po udjelu ili po dionici investicijskog fonda (NN 7/2007).

<sup>63</sup> Tako sa stajališta ZIF-u odgovarajućih odredbi njemačkih propisa Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2377.

<sup>64</sup> Canaris zasebnu imovinu fonda definira, kao i ZIF, kao zajedničku nepodijeljenu imovinu Gesamthandsvermögen. Njemačka pravna književnost i sudska praksa većinom smatraju kako je posrijedi suvlasnička imovina.

<sup>65</sup> Tako sa stajališta ZIF-u odgovarajućih odredbi njemačkih propisa Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2378.

<sup>66</sup> To je jednodušno stajalište u njemačkom pravu v. Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2378.

kao vrijednosnog papira, a ne za stjecanje udjela općenito.<sup>67</sup> Ulagatelj stječe svoj udio, prava na zasebnoj imovini fonda odnosno prava prema društvu za upravljanje, neposredno na temelju ZIF-a jer su sredstva koja je platio za svoj udio neposredno na temelju ZIF-a prirasla zasebnoj imovini fonda. Posao prijenosa udjela uključujući pri tome i pravnu radnju upisa u registar udjela ima dakle samo jednu zadaću, povezati do tada neukoričeni udio s vrijednosnim papirom, pridodati udjelu dodatno svojstvo vrijednosnog papira.<sup>68</sup> Problematika prava iz udjela utoliko je srodna problematici prava stjecatelja dionica prije nego što se izda dionicu kao vrijednosni papir.

Prirastanjem uplata zasebnoj imovini fonda mijenja se struktura udjela u otvorenim investicijskim fondovima. Dotadašnji ulagatelji stječu, naime, udio u sredstvima koja su novi ulagatelji platili za svoje udjele, a novi ulagatelji stječu udio u dotadašnjoj zasebnoj imovini fonda u kojoj su prije njihove uplate sudjelovali samo dotadašnji ulagatelji. S gospodarskog stajališta time ne dolazi do bitnih promjena, no s pravnog stajališta pojedini udjeli mijenjaju svoj sastav. Pristupanjem novih članova mijenjaju se odnosi koji se tiču stvarnih prava vezanih uz zasebnu imovinu fonda odnosno mijenja se pravni položaj dotadašnjih imatelja prava i tražbina iz zasebne imovine fonda. Društvo za upravljanje ne treba posebno poslovno ovlaštenje članova otvorenih investicijskih fondova za sadržajno preslagivanje udjela u otvorenim investicijskim fondovima. Preslagivanje udjela provodi se tada neposredno na temelju ZIF-a. Svi članovi otvorenih investicijskih fondova pristali su na spomenuta sadržajna prestrukturiranja svojih udjela čim su pristupili otvorenim investicijskim fondovima. Posrijedi je uostalom nužna posljedica "open-end načela", temeljnog pravnog okvira investicijskog posla.

### 2.5.2. Derivativno stjecanje udjela u otvorenim investicijskim fondovima

Udjeli u otvorenim investicijskim fondovima mogu se stjecati originarno i derivativno. U potonjem slučaju broj udjela ostaje isti, mijenja se samo imatelj prenesenog udjela. Derivativno stjecanje udjela odražava se na pravnu prirodu kauzalnog posla, titulusa derivativnog prijenosa udjela jer član koji derivativno otuđuje svoj udio naplaćuje za to cijenu za svoj račun. Cijena pripada članu koji otuđuje svoj udio, ona ne prirašta zasebnoj imovini fonda kao kod originarnog stjecanja udjela. Titulus je stoga po svojoj pravnoj prirodi ugovor o kupoprodaji prava iz čl. 376. st. 2. ZOO, a ne ugovor o povjerenstvu kao što je to slučaj kod originarnog stjecanja udjela.<sup>69</sup> Prodavatelj udjela obvezuje se pribaviti kupcu udio

<sup>67</sup> U tom smislu treba tumačiti tvrdnju koju iznose Miladin, P./Markovinović, H., op. cit. u bilj. 1, str. 139 o tome da je za stjecanje udjela konstitutivan upis u registar udjela.

<sup>68</sup> V. Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2378.

<sup>69</sup> Tako sa stajališta njemačkog prava koje u tom dijelu odgovara hrvatskom pravu v. Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2380.

kao pravo odnosno vrijednosni papir. Radi upisa udjela u registar udjela potrebno je ugovoriti i *clausulu intabulandi* na temelju koje prodavatelj ovlašćuje kupca da na svoje ime ishodi upis predmeta prodaje odnosno udjela u registru udjela bez njegovog daljnjeg sudjelovanja i pristanka.

Pravila o derivativnom stjecanju udjela primjenjuju se i kad društvo za upravljanje kupuje udjele u fondovima sredstvima iz svoje imovine i kad prodaje svoje udjele u fondovima kojima upravlja.<sup>70</sup> Nije jasno zašto čl. 47. st. 1. toč. 1. ZIF zabranjuje društvima za upravljanje "da za svoj račun stječu ili otuđuju udjele u otvorenom investicijskom fondu kojim upravlja". Ta odredba otežava likvidnost kao jednu od temeljnih obveza društva za upravljanje.<sup>71</sup> Društvo za upravljanje ne izdaje tada nove udjele u fondovima nego derivativno stječe odnosno otuđuje udjele u fondovima. Nema zapreke da društvo za upravljanje stekne odnosno otuđi udio u fondu a samim time i određena prava glede zasebne imovine fonda. Udio pripada tada vlastitoj imovini društva za upravljanje ili se pak otuđuje iz vlastite imovine društva za upravljanje. Društvo za upravljanje u svakom slučaju ne smije kupovati udjele sredstvima iz zasebne imovine fonda jer se to kosi s obvezama koje je društvo preuzelo prema ulagateljima ugovorom o upravljanju zasebnom imovinom fonda. Ugovor o kupoprodaji udjela je ništav povrijedi li društvo za upravljanje spomenute obveze iz ugovora o upravljanju kupnjom udjela sredstvima iz zasebne imovine fonda.

Kad društvo za upravljanje derivativno otuđuje udjele u fondovima, dakle iz svoje vlastite imovine, kupci udjela svoje imovinskopravne, točnije investicijsko-pravne zahtjeve prema društvu za upravljanje crpe iz cedirane pravne pozicije, a ne iz tobožnjeg ugovora o upravljanju između društva za upravljanje i kupca udjela ili pak iz modusa, ugovora o prijenosu udjela u fondu.

Pravni položaj imatelja derivativno stečenog udjela u fondu mora u najvećoj mogućoj mjeri odgovarati pravnom položaju imatelja originarno stečenog udjela u fondu. Društvo za upravljanje mora i prema derivativnom stjecatelju udjela uvažavati obveze obazrivosti *ob culpam in contrahendo*, ponajprije s naslova odgovornosti za prospekt. Imatelj derivativno stečenog udjela u fondu ne smije imati lošiji pravni položaj od imatelja originarno stečenog udjela u fondu. Istodobno, on ne može steći ni bolji pravni položaj nego što ga ima imatelj originarno stečenog udjela u fondu. Derivativno stjecanje udjela u fondu ne daje stoga kupcu pravo da se poziva na pravila o stjecanju udjela na temelju pravila o stvaranju pravnog privida upisom u registar udjela.<sup>72</sup> U tom dijelu treba primijeniti za imatelja derivativno stečenog udjela nepovoljnija pravila koja inače vrijede za originarno stjecanje udjela u fondu jer bi u suprotnom on bio u boljem pravnom položaju od imatelja originarno stečenog udjela u fondu, a ni to nije interesno utemeljeno jer

<sup>70</sup> Ako je u taj posao uključena banka na odgovarajući način treba primijeniti izlaganja pod 2.3.

<sup>71</sup> V. čl. 30. st. 1. toč. 3. ZIF.

<sup>72</sup> Udio se ne može steći u dobroj vjeri jer nije stvar, pokretnina u smislu čl. 118. ZV.



dovodi do razlike u pravima imatelja derivativno stečenog udjela i imatelja originalno stečenog udjela.

Ponuda koju klijent upućuje društvu za upravljanje radi stjecanja udjela najčešće jasno ne očituje ponuditeljevu volju o tome da mu društvo za upravljanje izda novi udio ili da mu prenese već postojeći poslovni udio. U dvojbi treba poći od odredbe čl. 319. st. 2. ZOO te tumačiti da društvo za upravljanje može po svom izboru izdati nove udjele ili pak prodati klijentu udjele iz svoje imovine.<sup>73</sup> Društvo za upravljanje mora se u svakom slučaju precizno očitovati o prihvatu neodređene klijentove ponude. Iz prihvata mora jasno proizlaziti je li društvo za upravljanje odlučilo izdati nove udjele u fondu ili pak otuđiti klijentu udjele iz svoje imovine. Kauzalni posao ništav je zbog neodređenosti ugovornog tipa po pravilima o nesporazumu ako prihvata ne određuje koji je ugovorni tip izabralo društvo za upravljanje.<sup>74</sup>

### 2.5.3. Pravne posljedice prenošenja udjela

Prenošenjem udjela stjecatelj stječe sva prava svog prednika iz udjela u zasebnoj imovini, fondu. Slijednik udjela stječe dakle cjelokupnu pravnu poziciju svog prednika a ona uključuje obveznopravne zahtjeve prema društvu za upravljanje te eventualne stvarnopravne zahtjeve glede zasebne imovine fonda. Prenošenje prava iz udjela ovisi o tome temelji li se investicijski posao na vlasničkom ili povjereničkom konceptu. Potonji koncept podrazumijeva prenošenje cjelokupne pravne pozicije prednika na slijednika. Vlasnički koncept zahtijeva u tom pogledu *de lege ferenda* posebnu odredbu ZIF a po uzoru na, primjerice, njemačko pravo koje je uspješno pravno zatvorilo taj model investicijskog posla.<sup>75</sup> Vlasnički koncept investicijskog posla mora se u tom dijelu *de lege ferenda* razraditi. ZIF treba precizno povezati ulagateljeva obvezna prava iz udjela s njegovim stvarnopravnim ovlaštenjima na zasebnoj imovini fonda. Vlasnički koncept investicijskog posla jednostavno nije provediv ako se razdvoje ulagateljev obveznopravni i stvarnopravni položaj.<sup>76</sup>

Prenošenjem udjela na slijednika u načelu ne prelaze obveze koje je njegov prednik imao prema društvu za upravljanje.<sup>77</sup> Budući da ZIF nema posebno

<sup>73</sup> Tako sa stajališta njemačkog prava koje u tom dijelu odgovara hrvatskom pravu v. Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2382. Treba, dakako, uzeti u obzir spomenute posebnosti iz čl. 47. st. 1. toč. 12. ZIF.

<sup>74</sup> Tako sa stajališta njemačkog prava koje u tom dijelu odgovara hrvatskom pravu v. Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2382.

<sup>75</sup> V. odredbu § 33. st. 2. reč. 1. njemačkog InvG.

<sup>76</sup> Tako sa stajališta njemačkog prava koje u tom dijelu odgovara hrvatskom pravu v. Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2391.

<sup>77</sup> Tako sa stajališta njemačkog prava koje u tom dijelu odgovara hrvatskom pravu v. Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2392.

rješenje, konstrukcija u načelu otpada već po općim pravilima o obveznim odnosima jer preuzimanje duga nije moguće ako se s time nije složio vjerovnik, dakle, društvo za upravljanje.<sup>78</sup> Prenošenje udjela samo po sebi ne uključuje preuzimanje duga nego samo prenošenje prava. Utoliko nije moguća analogija između prenošenja udjela i odredbe čl. 215. ZTD o plaćanju obveze prednika. ZIF za razliku od ZTD ne poznaje mogućnost izdavanja udjela ako nisu u potpunosti plaćeni. Odredba čl. 215. ZTD nužna je posljedica činjenice da je društvo iskoristilo mogućnost koju ZTD izričito propisuje te je izdalo dionice iako one nisu u cijelosti plaćene. ZIF tu mogućnost izričito isključuje pa stoga nema razloga da se ulagatelja dodatno pritisne da plati svoj udio konstrukcijama o njegovoj tobožnjoj odgovornosti po uzoru na odredbu čl. 215. ZTD. To je prirodno uzme li se u obzir da je obveza dioničara platiti preuzete dionice članska obveza, a da je obveza ulagatelja da plati preuzeti udjel klasična ugovorna obveza, konkretno iz ugovora o ulaganju. Društvo za upravljanje mora iz svoje imovine nadoknaditi zasebnoj imovini fonda sve manjkove koji su nastali zbog toga što je društvo za upravljanje eventualno pustilo u promet udjele iako zasebnoj imovini fonda nisu prispjela sredstva koja su za njih plaćena.

Prenošenjem udjela na slijednika prelaze, međutim, obveze koje je njegov prednik imao prema društvu za upravljanje s naslova dospjelih troškova i naknada. Posrijedi su troškovi i naknade za upravljanje investicijskim fondom pa nije stoga razumno da društvu za upravljanje po tom osnovu odgovora stari ulagatelj i nakon svog izlaska iz fonda, nakon što otuđi svoj udio novome ulagatelju. Obveze s naslova troškova i naknada uvijek terete trenutne ulagatelje odnosno zasebnu imovinu fonda. Ni trenutnog ulagatelja ne terete neposredno nego posredno kroz zajednicu ulagatelja. Troškovi i naknade mogu se naplatiti samo iz zasebne imovine fonda. U tom smislu treba tumačiti načelnu odredbu čl. 94. st. 1. ZIF prema kojoj za naknade i troškove odgovara ulagatelj odnosno otvoreni investicijski fond s javnom ponudom. Obveze starog ulagatelja prelaze na novog ulagatelja neposredno na temelju zakona<sup>79</sup> u trenutku otuđenja udjela. Svakodobni ulagatelj ne odgovara društvu za upravljanje za troškove i naknada vezane uz vođenje zasebne imovine fonda osobno, neposredno cijelom svojom imovinom nego posredno s obzirom na svoja prava glede zasebne imovine fonda.<sup>80</sup>

Prenošenjem udjela na slijednika potonji, također, neposredno na temelju zakona stupa u ugovorni odnos s društvom za upravljanje, a u kakvom je do trenutka prenošenja udjela bio njegov prednik. Nije potrebno posebno slijednikovo poslovnopravno prihvaćanje ugovora o upravljanju između njegovoga prednika i društva za upravljanje. Prava iz udjela utvrđena su pogodbama ugovora o upravljanju pa kupac udjela ne može pribaviti ni bolji niti lošiji ugovorni položaj prema

<sup>78</sup> V. čl. 96. ZOO.

<sup>79</sup> Odnosno čl. 94. st. 1. ZIF.

<sup>80</sup> Tako sa stajališta njemačkog prava koje u tom dijelu odgovara hrvatskom pravu v. Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2392.

društvu za upravljanje u odnosu prema onome kakav je imao prodavatelj udjela u fondu. Prenošenje udjela u tom dijelu ima iste posljedice kao prijenos ugovora iz čl. 127. ZOO.

#### *2.5.4. Ostale obveze društva za upravljanje prema ulagateljima*

Društvo za upravljanje ima brojne neposredne zakonske obveze prema ulagateljima. Jedna od ključnih obveza je obveza ulaganja. Društvo za upravljanje mora prilikom ulaganja postupati u skladu s odredbama ZIF.<sup>81</sup> Sredstvima iz zasebne imovine društvo za upravljanje smije stjecati samo zakonom propisane vrijednosne papire i financijske instrumente.<sup>82</sup> Zasebna imovina mora se slagati po načelu diverzifikacije rizika. Novac uplaćen za udjele ne može ostati "ležati" na kontu koji vodi depozitna banka, društvo za upravljanje ima obvezu uložiti taj novac sukladno zakonu, prospektu i ugovoru o ulaganju.<sup>83</sup> Glavnina vrijednosti zasebne imovine mora "ležati" u vrijednosnim papirima i financijskim instrumentima propisanim zakonom. Društvo za upravljanje ima, dakle, zakonsku obvezu ulagati sredstva iz zasebne imovine i to u zakonom propisane vrijednosne papire i financijske instrumente uvažavajući u najvećoj mogućoj mjeri načelo diverzifikacije rizika. Pri tome mora voditi računa o najboljoj mogućoj cijeni. Ovisno o tome kupuje li ili prodaje obvezno je potruditi se kako bi postiglo najvišu moguću odnosno najnižu moguću cijenu. Neovisno o toj svojoj obvezi društvo za upravljanje sukladno čl. 47. st. 1. toč. 6. ZIF ne smije stjecati ili otuđivati predmete iz zasebne imovine po cijeni nepovoljnijoj od tržišne cijene ili procijenjene vrijednosti pojedinih predmeta iz zasebne imovine.

### **III. ZASEBNA IMOVINA**

#### **3.1. Temeljni pravni modeli zasebne imovine**

Temeljno obilježje investicijskog prava je čvrsto razgraničenje između vlastite imovine društva za upravljanje i imovine ulagatelja. Društvo za upravljanje dužno je imovinu ulagatelja ustrojiti kao zasebnu imovinu. Investicijski fond, zasebna imovina nema pravnu osobnost, ona nije pravni subjekt jer su pravni subjekti isključivo pravne i prirodne, fizičke osobe. Pojedino društvo za upravljanje može ustrojiti više zasebnih imovina ovisno o svojim investicijskim ciljevima i zakonskim mogućnostima. Svaka zasebna imovina koju vodi isto društvo za upravljanje mora se posebno ustrojiti, precizno odijeliti od drugih zasebnih

---

<sup>81</sup> V. čl. 100. ZIF.

<sup>82</sup> V. čl. 100. ZIF.

<sup>83</sup> U tom smjeru i Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2417.

imovina i mora se već po svom nazivu jasno razlikovati od drugih zasebnih imovina. Pravni institut zasebne imovine pribavlja ulagateljima stvarnopravni položaj. Imovinskopravni odnosi društva za upravljanje ne pogađaju zasebnu imovinu, ona ne dijeli pravnu sudbinu društva za upravljanje. Domaće privatno pravo nudi dva koncepta pomoću kojih institut zasebne imovine može zaživjeti u poslovnoj praksi. Posrijedi su vlasnički i povjerenički koncept.<sup>84</sup> Po prvom konceptu zasebna imovina je vlasništvo svakodobnih ulagatelja, a po drugom konceptu ona pripada društvu za upravljanje ali kao povjereničko, fiducijarno vlasništvo pa se stoga u svim bitnim prilikama tretira kao vlasništvo svakodobnih ulagatelja. ZIF je odabrao vlasnički koncept, poput odgovarajućih njemačkih i austrijskih propisa, pa stoga treba upozoriti na određene probleme koji se pojavljuju prilikom sustavnog zatvaranja tog pravnog modela investicijskog posla.

### 3.1.1. Vlasnički koncept

Dogmatsko postavljanje vlasničkog koncepta zadaje određene probleme. Poteškoće ponajprije proizlaze iz činjenice što titular imovine gubi ovlaštenja glede disponiranja tom svojom imovinom. Ulagatelji su vlasnici zasebne imovine, no zasebnom imovinom ovlašteno je upravljati isključivo društvo za upravljanje. Spomenuta činjenica nije, međutim, problematična koliko bi se to moglo učiniti na prvi pogled. Prava i stvari iz zasebne imovine ulagateljima pripadaju kao zajednička nepodijeljena imovina odnosno pa bi oni njima po općim pravilima ZV i ZOO mogli raspolagati samo kao stvarnopravna zajednica, svi zajedno odnosno skupno. Zbog brojnog članstva u investicijskim fondovima i "open-end" načela opća privatnopravna rješenja nisu praktički provediva. Našem pravu nije, k tome, strano tzv. "potiskujuće ovlaštenje" jer su izvršitelj oporuke i stečajni upravitelj na temelju posebnih odredbi Stečajnog zakona i Zakona o nasljeđivanju jedini ovlašteni raspolagati stečajnom masom i ostavinom iako nasljednici i stečajni dužnik i nadalje ostaju nositelji, titulari ostavine odnosno stečajne mase. Suvlasnički koncept kao uostalom ni povjerenički koncept ne idu na ruku tezi o tobožnjem "kvantitativnom cijepanju vlasništva", a po kojoj bi ulagatelji i društva za upravljanje međusobno podijelili vlasništvo zasebne imovine.<sup>85</sup>

Vlasnički koncept investicijskog posla, također, je na razmeđu tradicionalno "čvrsto" odvojenog stvarnog i obveznog prava. Sva bitna ovlaštenja titulara zasebne imovine poput ovlaštenja disponirati stvarima i pravima iz zasebne

---

<sup>84</sup> Austrijsko pravo poznaje samo suvlasnički koncept ustroja zasebne imovine. V. поближе Oppitz, M., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 3/11. Njemačko pravo omogućuje da se na temelju ugovora o upravljanju izbere suvlasnički ili povjerenički koncept.

<sup>85</sup> Tako sa stajališta njemačkog prava i teza o cijepanju vlasništva Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2396. Jednako tako i sa stajališta austrijskog prava, uz pozivanje na Canarisa, Oppitz, M., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 3/31.

imovine treba uzeti ulagateljima i dati društvu za upravljanje odnosno depozitnoj banci. Ideju o tako snažnom kljaštrenju vlasničkih prava nije lako uklopiti u tradicionalnu predodžbu o vlasništvu kao potpunom, apsolutnom pravu na stvari.<sup>86</sup> Isto vrijedi i za kljaštrenje pravnog položaja imatelja obveznih prava i tražbina, a koji u najvećoj mogućoj mjeri odgovara vlasništvu. Zadatak je tim teži uzme li se u obzir da ulagatelji u investicijske fondove u načelu zauvijek gube svoja vlasnička ovlaštenja, a ne samo privremeno, radi ostvarivanja određenih zadaća kao što je to slučaj sa stečajnim upraviteljem i izvršiteljem oporuke.<sup>87</sup> Usprkos svim tim doktrinarnim poteškoćama, nipošto ne treba ispustiti iz vida životnu činjenicu da ulagatelji kao zajednica praktički, životno nisu u stanju upravljati svojom zasebnom imovinom. Zasebna imovina ima svoje titulare, ulagatelje kao pravne subjekte no oni po općim pravilima stvarnog i obveznog prava praktički, životno ne mogu upravljati svojom zasebnom imovinom. Zastupnički koncept investicijskog posla zabranjen je po prirodi stvari.<sup>88</sup> Investicijski posao jednostavno ne trpi zastupnički koncept. Investicijski posao sliči utoliko skrbništvu ukoliko uzmemo u obzir da kod skrbništva poslovno nesposobni titular imovine, također, dobiva svog "zastupnika".<sup>89</sup> Među njima s tog stajališta nema bitne razlike usprkos tome što skrbnik nastupa kao štíćenikov zastupnik, u štíćenikovo ime i za njegov račun<sup>90</sup>, a društvo za upravljanje u svoje ime i za račun ulagatelja. I skrbnik i društvo za upravljanje imaju obvezu postupati u interesu svog štíćenika odnosno ulagatelja, moraju se ponajprije držati svojih materijalnopravnih obveza iz svog unutarnjeg materijalnopravnog odnosa s ulagateljem odnosno štíćenikom. Njihova formalnopravna ovlaštenja odnosno pravna pozicija u vanjskom odnosu prema trećima mora biti u funkciji ispunjavanja njihovih činidbi iz unutarnjeg materijalnopravnog odnosa s ulagateljem odnosno štíćenikom.<sup>91</sup> ZIF mora, međutim, uvažiti činjenicu da ulagatelji u pravilu imaju poslovnu sposobnost te da stoga treba izričitom zakonskom odredbom ograničiti pa i isključiti njihova stvarnopravna ovlaštenja.<sup>92</sup> Ideja o razdvajanju vlasništva i vlasničkih ovlaštenja nije sama po sebi suprotna hrvatskom sustavu privatnog prava. Ona odražava posebnosti investicijskog posla pa se nameće kao zdravo, životno pravno rješenje. Ideja o podjeli vlasništva na dva nositelja, titulara nije dobra alternativa razdvajanju vlasništva i vlasničkih ovlaštenja jer narušava jedinstvenost vlasništva, ključno obilježje vlasništva. Domaći pojam vlasništva dovoljno je širok i obuhvaća brojne tipove vlasničkih ovlaštenja. Možda bi se moglo reći da je vlasništvo ulagatelja na zasebnoj imovini

<sup>86</sup> Tako sa stajališta njemačkog prava koje u tom dijelu odgovara hrvatskom pravu v. Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2396.

<sup>87</sup> Tako Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2396.

<sup>88</sup> Tako i Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2396.

<sup>89</sup> Tako i Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2396.

<sup>90</sup> V. čl. 184. st. 1. Obiteljskog zakona.

<sup>91</sup> U tom smislu i unutarnjeg materijalnopravnog odnosa s ulagateljem odnosno štíćenikom.

<sup>92</sup> V. u tom pogledu rješenja §§ 3, 9 austrijskog InvFG i § 38. st. 5. njemačkog InvG.

neprirodno jer je pretvoreno u голу pravnu poziciju lišenu svih obilježja vlasti, no i taj tip vlasništva ostaje u okvirima ZV.

Podjela na stvarno i obvezno pravo nema čvrste granice, ona je relativna. Institut zasebne imovine potkrjepljuje taj zaključak, potvrđuje jedinstvo civilnih odnosa. Povjerenstvo je institut obveznog prava, no ulagatelji tim institutom pribavljaju prema društvu za upravljanje glede upravljanja zasebnom imovinom pravni položaj koji se praktički u potpunosti podudara sa vlasničkim konceptom investicijskog posla. Obvezno pravo, povjerenstvo proizvodi stvarnopravne učinke štiteći ulagatelje poput vlasnika zasebne imovine. Kod vlasničkog koncepta investicijskog posla susrećemo snažno kličaštrenje ulagateljevih vlasničkih prava na zasebnoj imovini. Vlasnički koncept ima u konačnici iste slabosti kao i povjerenički koncept investicijskog posla. Oba koncepta dovode u praksi do istih rješenja.

### *3.1.2. Koncept povjerenstva*

Po vlasničkom konceptu investicijskog posla razumije se samo po sebi da društvo za upravljanje ne odgovara zasebnom imovinom za svoje vlastite obveze. Društvo za upravljanje ne može odgovarati za svoje obveze nečim što nije njegovo. Po povjereničkom konceptu društvo za upravljanje smo bi naizgled odgovaralo zasebnom imovinom i za svoje obveze zbog toga što je upravo društvo za upravljanje nominalno, formalno nositelj, titular te zasebne imovine. Zaključak, međutim, ne stoji jer je i pravno učenje o povjerenstvu razvilo precizna pravila po kojima se povjerenim dobrima ne odgovara za povjerenikove osobne obveze.<sup>93</sup> Po tom važnom pitanju nema razlike između vlasničkog i povjereničkog koncepta investicijskog posla. ZIF je odlučno raskrstio sa zabranom surogacije i načelom neposrednosti ključnim preprekama većoj ulozi povjerenstva u domaćoj pravnoj i poslovnoj praksi te je tako posredno snažno podupro zdrav pravac usavršavanja instituta povjerenstva u domaćem pravu.

Po povjereničkom konceptu investicijskog posla načelo surogacije iz čl. 89. ZIF ništa ne mijenja na stvari jer je društvo za upravljanje formalni imatelj zasebne imovine pa prema tome i svega što je stečeno upravljanjem tom imovinom. Odredba čl. 89. ZIF odražava se i na povjerenički koncept investicijskog posla jer na temelju njenog tumačenja treba zaključiti koje predmete iz zasebne imovine treći ne mogu zahvatiti u ovršnom i stečajnom postupku protiv društva za upravljanje. I tu praktički dolazi do istih učinaka kao po vlasničkom konceptu investicijskog posla. Odredba čl. 89. ZIF ima veliku doktrinarnu vrijednost. Rješenje treba pravopolitički pozdraviti jer je Zakonodavac jasno otklonio načelo neposrednosti i izjasnio se protiv zabrane surogacije, a ta su dva prevladana stajališta dugo i bespotrebno opterećivala usavršavanje instituta povjerenstva u sustavima

---

<sup>93</sup> V. pobliže prije svih Coing, H., op. cit. u bilj.

kontinentalno europskog pravnog kruga.<sup>94</sup> Ekonomske zadaće i pravni položaj društva za upravljanje ostavljaju neizbrisiv trag povjerenstva. Načelo javnosti, otvorenosti povjereničkog odnosa ima prema ZIF ključnu ulogu za uspostavljanje investicijskog posla kao povjereničkog odnosa, a to je u skladu s poslovnom praksom jer je svakom sudioniku u obveznim odnosima jasno da društvo za upravljanje, barem s gospodarskog stajališta, upravlja zasebnom imovinom kao tuđom imovinom a ne kao svojom vlastitom imovinom.

### 3.2. Nastanak i "slaganje" zasebne imovine

Predmet zasebne imovine je prema čl. 89. ZIF novac koji ulagatelji plaćaju za svoje udjele. Razumije se samo po sebi da osim gotovog novca tu treba pribrojiti i bezgotovinske novčane tražbine s naslova sredstava koja ulagatelji doznaju društvu za upravljanje za svoje udjele. Zasebnoj imovini pripadaju i svi drugi predmeti imovine koji su pribavljeni daljnjim ulaganjem uplaćenih novčanih sredstava odnosno vođenjem zasebne imovine. Očita je srodnost između odredbe čl. 89. ZIF i odredbe čl. 638. ZOO po kojoj zasebnoj imovini ortaštva pripadaju ulozi ortaka (glavnica) i imovina stečena poslovanjem ortaštva.<sup>95</sup>

Sve što je stečeno upravljanjem zasebnom imovinom pripada zasebnoj imovini neposredno na temelju zakona odnosno odredbe čl. 89. ZIF. Za to nisu potrebne posebne pravne radnje ni posebna očitovanja volje društva za upravljanje. Novac s naslova uplate udjela *ipso iure* pripada zasebnoj imovini čim društvo za upravljanje preuzme gotovinsku uplatu odnosno čim banka društva za upravljanje primi sredstva koja je ulagatelj doznačio društvu za upravljanje na ime uplate svog udjela u zasebnoj imovini.<sup>96</sup> Pravilo vrijedi i kad se sredstva koja su plaćena za udjel pripišu vlastitom bankarskom računu društva za upravljanje, a ne posebnom povjereničkom bankarskom računu sa zaporkom u korist zasebne imovine.<sup>97</sup> Odredba čl. 89. ZIF izražava, naime, jasnu namjeru o tome da vrijednosti obuhvaćene zasebnom imovinom pripadaju zasebnoj imovini ne samo u gospodarskom nego i u pravnom smislu. Zasebnoj imovini pripada i tražbina društva za upravljanje prema depozitnoj banci za provedbu pripisa. Društvo za upravljanje stječe prema depozitnoj banci tražbinu za provedbu pripisa na temelju ugovora o ulaganju pa i ta tražbina pripada zasebnoj imovini neposredno na temelju čl. 89. ZIF. Društvo za upravljanje može raspolagati sredstvima koja su

<sup>94</sup> V. za njemačko pravo Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2403 glede čl. 89. ZIF odgovarajućeg § 6 starog KAGG.

<sup>95</sup> Iz toga ne treba izvoditi zaključak o tome da je zajednica ulagatelja ortaštvo kao što to čini Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2437.

<sup>96</sup> Tako Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2400.

<sup>97</sup> Tako Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2400.

doznačena depozitnoj banci s naslova uplate preuzetih udjela u zasebnoj imovini tek kad se ta doznačena sredstva pripišu posebnom povjereničkom bankarskom kontu društva za upravljanje neovisno o tome što tražbina za provedbu pripisa pripada zasebnoj imovini čim se ta sredstva doznače kontu depozitne banke. To međutim nije zapreka za to da se tražbina za provedbu pripisa knjiži kao posebna stavka zasebne imovine.

Pritjecanje novih tražbina, prava i stvari zasebnoj imovini s *ipso-iure* učinkom temelji se neposredno na odredbi čl. 89. ZIF. Sve tražbine i prava koje su nastale u vezi s upravljanjem zasebnom imovinom pripadaju zasebnoj imovini čim nastanu, neposredno na temelju zakona, neovisno o volji društva za upravljanje. Predmeti koji su stečeni uložnim novcem pripadaju neposredno na temelju zakona zasebnoj imovini i onda kad ih je društvo za upravljanje kanilo steći za sebe, a ne za zasebnu imovinu. Ništa ne mijenja na stvari ni činjenica što je osoba koja je društvu za upravljanje otuđila te predmete bila suglasna s tim da te predmete stekne društvo za upravljanje kao svoju imovinu, a ne kao predmete koji pripadaju zasebnoj imovini.<sup>98</sup> Samo pod tom pretpostavkom može se u potpunosti uvažiti ratio legis odredbe čl. 89. ZIF. Princip surogacije uspostavljen čl. 89. ZIF općenito je svojstven upravljanju tuđom zasebnom imovinom<sup>99</sup> Načelo surogacije potvrđuje rezon po kojem sva sredstva stečena upravljanjem tuđom zasebnom imovinom prispijevaju zasebnoj imovini objektivno, neposredno na temelju zakona, neovisno o volji osoba koje su u pojedinom slučaju uključene u raspolaganje određenim predmetima iz zasebne imovine. Pravni učinci surogacije odražavaju se u tome što predmeti stečeni upravljanjem zasebnom imovinom ne pripadaju vlastitoj imovini društva za upravljanje nego zasebnoj imovini. Po vlasničkom konceptu investicijskog posla društvo za upravljanje ne mora stoga imovinu stečenu upravljanjem zasebnom imovinom posebno prenositi u vlasništvo ulagatelja kao suvlasnika odnosno zajedničara jer je ta imovina ipso iure njihova imovina.

Na temelju načela surogacije odnosno odredbe čl. 89. ZIF zasebnoj imovini pripada sve što je stečeno upravljanjem uplaćenim sredstvima. Ponajprije je riječ o građanskopravnim plodovima iz čl. 8. ZV. Posrijedi su dividende, povlaštene dividende, kamate na oročena sredstva ili sredstva po viđenju, te prinosi po obveznicama. Zasebnoj imovini pripada sve što je društvo za upravljanje steklo na temelju pravnih poslova koji se tiču predmeta iz zasebne imovine. Društvo za upravljanje kupuje efekte upravljajući zasebnom imovinom i ti efekti pripadaju zasebnoj imovini čim ih društvo za upravljanje kupi. Surogacijom su obuhvaćene i tražbine iz obveznopravnih ugovora, ponajprije s naslova isplate cijene, a koje društvo za upravljanje ostvaruje prema svojim ugovornim partnerima kojima je otuđilo pojedine predmete iz zasebne imovine. Pri tom zasebnoj imovini podjed-

<sup>98</sup> Tako Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2401.

<sup>99</sup> Tako je, primjerice, u obiteljskom pravu glede slučajeva u kojima roditelji upravljaju imovinom svoje malodobne djece ili, pak, u nasljednom pravu glede upravljanja ostavinom dok se ne razvrgne nasljednička zajednica.



nako pripadaju tražbine s naslova titulusa i tražbine s naslova modusa. Zasebnoj imovini pripadaju i sve tražbine koje njeni imatelji potražuju s naslova ispunjenja određenih činidbi, naknade štete, ugovora o osiguranju te pravila o odgovornosti zbog stjecanja bez osnove.<sup>100</sup> I te tražbine moraju dakako nastati u vezi s upravljanjem zasebnom imovinom.

Nije, međutim, uvijek lako razgraničiti sklapa li društvo za upravljanje određene poslove za sebe ili za račun imatelja zasebne imovine. Problem može nastati kad društvo za upravljanje sklopi posao koji se tiče upravljanja zasebnom imovinom ali pri tome koristi svoja sredstva ili predmete iz svoje imovine, a ne iz zasebne imovine. To je moguće utvrditi samo na temelju jasno očitovane volje društva za upravljanje ako društvo za upravljanje, primjerice, kupi efekte svojim sredstvima, a ne sredstvima zasebne imovine, a pri tome ne naznači da to čini za račun imatelja zasebne imovine ili, pak, određene zasebne imovine ako upravlja različitim zasebnim imovinama. Veza između kupovine tih efekata i zasebne imovine može se tada uspostaviti samo na temelju jasno očitovane volje društva za upravljanje.<sup>101</sup> U dvojbenim slučajevima treba početi od načela surogacije iz čl. 89. ZIF i zaštititi zasebnu imovinu tumačeći kako je i tada društvo za upravljanje efekte steklo upravljajući zasebnom imovinom.<sup>102</sup>

### **3.3. Ovlaštenje društva za upravljanje glede upravljanja zasebnom imovinom i granice tog ovlaštenja**

Prema čl. 19. ZIF društvo za upravljanje ovlašteno je upravljati zasebnom imovinom, raspolagati pojedinim predmetima iz zasebne imovine. ZIF, za razliku od poredbenopravnih koncepata investicijskog posla<sup>103</sup>, izričito ne isključuje stvarnopravna ovlaštenja ulagatelja glede njihovog zajedničkog vlasništva u zasebnoj imovini.<sup>104</sup> Očito je međutim da investicijski posao ne trpi drukčija rješenja i da svako teleološko tumačenje ZIF treba ponuditi pravno provediv koncept društva za upravljanje kao osobe koja je isključivo ovlaštena upravljati zasebnom imovinom. Potpuno su potisnuta ovlaštenja pojedinih ulagatelja, pa i njihovih vjerovnika, ovrhovoditelja i stečajnih upravitelja glede disponiranja predmetima iz zasebne imovine. Kod povjereničkog koncepta taj zaključak nameće se sam po

<sup>100</sup> Tako Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2402.

<sup>101</sup> Tako Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2402.

<sup>102</sup> Tako Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2402.

<sup>103</sup> V. § 33. st. 2. reč. 3. njemačkog InvG.

<sup>104</sup> Odredba čl. 99. ZIF nije u tom pogledu dovoljno jasna. Ta odredba propisuje kako poslove upravljanja i vođenja poslovanja otvorenog investicijskog fonda s javnom ponudom, u skladu s ciljevima utvrđenim u njegovu prospektu, smije obavljati isključivo društvo za upravljanje, koje je od Nadzornog tijela dobilo odobrenje za rad. Odredba potvrđuje princip koncesije, nitko ne može upisati u sudski registar djelatnost upravljanja zasebnom imovinom, a ni započeti s obavljanjem te poslovne djelatnosti, prije nego što za to dobije suglasnost HANFA.

sebi, a kod vlasničkog koncepta posrijedi je poseban doktrinaran slučaj koji zahtijeva izričito zakonsko rješenje.

U posebnim slučajevima depozitna banka stječe ovlaštenje dispoziirati predmetima iz zasebne imovine, upravljati zasebnom imovinom. Ovlaštenja društva za upravljanje prelaze na depozitnu banku u slučajevima iz čl. 46. st. 3. ZIF, a s tim u vezi i u slučajevima iz čl. 46. ZIF. Depozitna banka ovlaštena je podredno upravljati zasebnom imovinom kad društvo za upravljanje izgubi to ovlaštenje.<sup>105</sup>

Ovlaštenje društva za upravljanje poznaje određene granice. Ta ograničenja su na tragu ključnog povjereničkog elementa ugovora o ulaganju. Odnos odnosa ulagatelja s društvom za upravljanje i vjerovnicima društva za upravljanje svi predmeti iz zasebne imovine smatraju se od svog stjecanja odnosno nastupa ulagateljima. Pravilo podjednako poznaju rješenja koja se temelje na vlasničkom konceptu investicijskog posla i rješenja koja se temelje na povjereničkom konceptu investicijskog posla. Investicijski posao po svojoj pravnoj prirodi ne može neograničena stvarnopravna ovlaštenja društva za upravljanje. Društvo za upravljanje ne smije založiti ni opteretiti na drugi način predmete iz zasebne imovine. Ne smije ih ni fiducijarno prenijeti odnosno ustupiti radi osiguranja.<sup>106</sup> Kao što s pravnom prirodom investicijskog posla koristiti predmete iz zasebne imovine kao sredstvo osiguranje za pribavljanje kredita. Pravni poslovi sklopljeni suprotno tim ograničenjima su pobojni.<sup>107</sup> Pravilo vrijedi i kad društvo za upravljanje odobrava zajmove za zajednički račun ulagatelja na temelju izričitog ovlaštenja iz čl. 47. st. 1. toč. 7. ZIF. Tražbine društva za upravljanje prema ulagateljima kao zajedničarima iz dopuštenih zajmova terete zasebnu imovinu samo s naslova čl. 94. ZIF. Izuzetak vezan uz dopuštene zajmove ne može poslužiti kao pravna osnova kako bi društvo za upravljanje pribavilo stvarnopravna osiguranja na predmetima iz zasebne imovine.

Depozitna banka ima prema ulagateljima obvezu poništiti te pobojne poslove. U tome će uspjeti samo ako treće osobe prilikom sklapanja tih poslova nisu postupale u dobroj vjeri. Profesionalni bankari u svakom slučaju moraju znati za poseban pravni i ekonomski položaj zasebne imovine pa se kod njih predmet nije da prilikom sklapanja tih poslova nisu bili u dobroj vjeri odnosno da su postupali s grubom nepažnjom.<sup>108</sup> Propusti li depozitna banka poništiti te pobojne

<sup>105</sup> Prema čl. 181. ZIF likvidaciju društva za upravljanje provodi društvo za upravljanje. Posrijedi je *petitio principi* pa odredbu treba tumačiti u skladu s odredbama čl. 471. i čl. 371. ZIF po kojima su likvidatori društava s ograničenom odgovornošću i dioničkih društava članovi uprave društava u likvidaciji.

<sup>106</sup> Prema čl. 47. st. 1. toč. 9. ZIF "društvo za upravljanje ne smije koristiti imovinu fonda kao jamstvo izvršenja obveza društva za upravljanje ili obveza trećih osoba ili kako bi društvu za upravljanje, njegovim zaposlenicima ili povezanim osobama omogućio sklapanje poslova pod povoljnijim uvjetima."

<sup>107</sup> Prema Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2407, ti su poslovi relativno nevaljani.

<sup>108</sup> Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2407.

poslove odgovarat će ulagateljima za naknadu štete po pravilima iz čl. 54. ZIF. *De lege ferenda* treba depozitnoj banci dati za to izričito zakonsko ovlaštenje, postulacijsku sposobnost, kao što je to, primjerice, slučaj s izričitom odredbom § 28 njemačkog InVG.

Ugovor između društva za upravljanje i depozitne banke proizvodi zaštitne učinke prema ulagateljima. Ulagatelji mogu zahtijevati naknadu štete od depozitne banke zbog povrede ugovornog odnosa s društvom za upravljanje iako oni nisu strana tog ugovora. To potvrđuje i odredba čl. 54. ZIF prema kojoj depozitna banka odgovara društvu za upravljanje i ulagateljima za štetu koja je nastala kršenjem "ugovora o skrbničkim i depozitnim poslovima".

Prema čl. 47. st. 1. toč. 2. ZIF ništavi su poslovi između zasebne imovine i vlastite imovine društva za upravljanje. Ništavi su i poslovi s članovima uprave te članovima nadzornog odbora društva za upravljanje ako se tiču zasebne imovine. Oni su naime "povezane osobe" u smislu čl. 47. st. 1. toč. 2. ZIF. Spomenuta zabrana jasno otklanja moguće sukobe interesa. Posljedica njene povrede je apsolutna ništavost spomenutih poslova.

Iz odredbe čl. 48. ZIF i s njom povezanih odredbi o dozvoljenim ulaganjima i o ograničenju ulaganja<sup>109</sup> mogao bi se izvesti zaključak o tome da je društvo za upravljanje općenito ograničeno u svojim ovlaštenjima gleda upravljanja zasebnom imovinom. Društva za upravljanje bilo bi po tom tumačenju ovlašteno upravljati zasebnom imovinom samo u skladu sa ZIF, ugovorom o ulaganju, statutom te prospektom investicijskog fonda. Ograničenja u upravljanju zasebnom imovinom imaju u pravilu obveznopravni karakter, izlažu društvo za upravljanje odgovornosti za naknadu štete prema ulagateljima. Zaključak potvrđuje odredba čl. 101. st. 4. ZIF. Sigurnost pravnog i poslovnog prometa ima utoliko prednost pred zaštitom zasebne imovine odnosno ulagatelja.

Vlasnički koncept investicijskog posla u svojoj je biti puki primjer ovlašćujućeg povjerenstva budući da društvo za upravljanje ostvaruje tuđa prava.<sup>110</sup> Vlasnički koncept investicijskog posla mora u načelu dopustiti poslovnopravno sužavanje ovlaštenja društva za upravljanje glede upravljanja zasebnom imovinom jer se o ovlaštenju, sukladno čl. 312. st. 1. ZOO, može govoriti samo ako je zaista i podijeljeno. Vlasnički koncept investicijskog posla trpi u načelu valjane pogodbe ugovora o ulaganju kojima se ograničavaju ovlaštenja društva za upravljanje glede upravljanja zasebnom imovinom. Te pogodbe u svakom slučaju nisu uobičajene u pravnom i poslovnom prometu. Njihova namjera mora se precizno izraziti, moraju se sročiti tako da je jasno kako njihova povreda ne povlači puku obveznopravnu odgovornost društva za upravljanje nego da je posrijedi pravo ograničavanje ovlaštenja društva za upravljanje.

<sup>109</sup> V. čl. 100. i čl. 101. ZIF. Na tom tragu je i odredba čl. 47. st. 1. toč. 4. po kojoj društvo za upravljanje ne smije obavljati transakcije kojima krši odredbe ZIF i propise HANFA.

<sup>110</sup> Tako Coing, H., op. cit. u bilj. 1, str. 24. Za austrijsko pravo tako Oppitz, H., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 3/87.

### 3.4. Društvo za upravljanje ne smije nastupati u pravnom i poslovnom prometu kao neposredni zastupnik zajednice ulagatelja

Postavlja se pitanje što znači upravljati zasebnom imovinom u svoje ime u smislu odredbe čl. 19. ZIF i koja je razlika između upravljanja zasebnom imovinom u svoje ime prema upravljanju zasebnom imovinom u ime ulagatelja. Bilo bi pretjerano paušalno tvrditi da ZIF nije provediv kad bi društvo za upravljanje nastupalo u ime i za račun ulagatelja. Treba tražiti dublje razloge zbog kojih je zakonodavac skrojio upravo taj nomotehnički izraz, upravljati imovinom u svoje ime i za račun ulagatelja. Odlučujuće je odgovoriti na pitanje može li društvo za upravljanje u svom poslovanju preuzimati obveze u ime i za račun ulagatelja bez ograničenja ili je pri tome odgovornost ulagatelja ograničena na zasebnu imovinu. ZIF je očito potpuno stran koncept osobne odgovornosti ulagatelja u investicijske fondove, on prisilnopravno isključuje osobnu odgovornost ulagatelja za obveze koje u pravnom i poslovnom prometu preuzme društvo za upravljanje u svoje ime a za njihov zajednički račun, ZIF kogentno ograničuje odgovornost ulagatelja na zasebnu imovinu.<sup>111</sup> Društvo za upravljanje ne može upravljati zasebnom imovinom u ime ulagatelja pa je stoga ništava i svaka punomoć po kojoj bi društva za upravljanje zastupala ulagatelje.<sup>112</sup> Ulagatelji su izgubili svoja stvarnopravna ovlaštenja glede raspolaganja zasebnom imovinom. Oni su skloni izgubiti svoja ovlaštenja zato što znaju da poslovanjem njihove zasebne imovine ne mogu preuzeti nikakve obveze. Pravnopolitički se razumije samo po sebi da ulagatelji ne mogu preuzimati nikakve obveze koje nastanu za vrijeme upravljanja zasebnom imovinom jer bi investicijski posao u suprotnom postao ulagateljima potpuno nepoželjan pa i opasan. U suprotnome bi se naširoko otvorila vrata manipulacijama jer bi zasebna imovina mogla lako postati žrtvom raznih špekulacija društva za upravljanje na kreditnoj bazi.<sup>113</sup> Odgovornost ulagatelja za obveze nastale vođenjem zasebne imovine je već po prirodi investicijskog posla prisilnopravno ograničena na zasebnu imovinu. Oni snose investicijski rizik, s tim počinje i završava njihova odgovornost za obveze zasebne imovine. Ovisno o umješnosti društva za upravljanje i o prilikama na tržištu vrijednost njihovog uloga međe

<sup>111</sup> Prema čl. 90. ZIF imatelji udjela odgovaraju za obveze otvorenog investicijskog fonda s javnom ponudom do visine iznosa svojega udjela u fondu.

<sup>112</sup> V. i za hrvatsko pravo instruktivnu izričitu odredbu § 31. st. 2. njemačkog InvG prema kojoj zasebna imovina ne odgovara za obveze društva za upravljanje pa ni za obveze koje je društvo za upravljanje preuzelo za zajednički račun svih ulagatelja. Društvo za upravljanje nije ovlašteno preuzimati obveze u ime ulagatelja. Ništava je svaka ugovorna pogodba koja odudara od tih ograničenja InvG. Ulagatelj ne odgovara osobno društvu za upravljanje. Tražbine s naslova troškova i naknada za upravljanje zasebnom imovinom društvo za upravljanje podmiruje isključivo iz zasebne imovine. Društvo za upravljanje ne može odobriti zajam za zajednički račun ulagatelja, a za njihov zajednički račun ne može preuzeti ni jamstvo odnosno izdati garanciju.

<sup>113</sup> V. u tom smjeru i Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2412.

...ostati ili padati, no ulagatelj svojim investiranjem u konačnici može izgubiti samo ono što je stvarno i uložio. Obveze ulagatelja vezane uz upravljanje njihovom zajedničkom zasebnom imovinom podmiruju se isključivo iz zasebne imovine. Prihvati li se dosljedno rješenje po kojem bi ulagatelji bili zajedničari zasebne imovine, oni trebaju odgovarati solidarno svom svojom zajedničkom, nepodijeljenom zasebnom imovinom. Odredbu čl. 19. ZIF treba tumačiti u skladu s odredbom čl. 90. ZIF. Ništavi su, dakle, svi poslovi kojima društvo za upravljanje preuzme obveze u ime i za zajednički račun ulagatelja.

### **3.5. Odgovornost zasebne imovine za obveze koje je društvo za upravljanje preuzelo u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja**

ZIF ne daje izričit odgovor<sup>114</sup> na pitanje odgovara li zasebna imovina za obveze koje je društvo za upravljanje preuzelo u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja. Društvo za upravljanje kao u najmanju ruku ovlašćujući povjerenik nije ovlašteno zahtijevati od zajednice ulagatelja da preuzmu obveze koje je ono preuzelo za njihov zajednički račun. Zasebnom imovinom ne odgovara se stoga ni za obveze koje je društvo za upravljanje preuzelo u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja upravljajući zasebnom imovinom. Investicijski posao po svojoj pravnoj prirodi isključuje neposrednu odgovornost zasebne imovine za tako preuzete obveze. Zasebnom imovinom ne može se neposredno odgovarati za obveze pa su stoga ništavi svi pravni poslovi koji ne uvažavaju taj bitan element investicijskog posla neovisno o tome jesu li sklopljeni u ime i za zajednički račun ulagatelja ili ih je pak društvo za upravljanje sklopilo u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja. Na taj zaključak posredno upućuju konkretne odredbe ZIF, iz kojih se može zaključiti kako ZIF općenito zabranjuje poslove kojima je društvo za upravljanje preuzelo obveze u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja.<sup>115</sup> Investicijski posao u tom dijelu snažno precizira opća pravila pravnog učenja o punopravnom povjerenstvu, a po kojima je povjerenik redovito dužan preuzeti i sve obveze koje je povjerenik preuzeo upravljajući povjerenim dobrima.<sup>116</sup> Taj poseban element investicijskog posla odlučujuće pridonosi dodatnoj zaštiti zasebne imovine. Ni društvo za upravljanje, a kamo li drugi vjerovnici ne mogu s naslova spomenutih poslova zahvaćati predmete iz zasebne imovine u ovršnom postupku. Pri tome je svejedno je li društvo za upravljanje sklapajući te poslove prekršilo ZIF odnosno ugovor o ulaganju ili je pak postupalo u skladu sa ZIF i ugovorom o ulaganju. Zasebnom imovinom ne odgovara se stoga ni za otplate kredita koji su odobreni za zajednički račun ulagatelja na temelju izričite odredbe čl. 47. st. 1. toč. 7. ZIF. Vjerovnici mogu svoje tražbine s na-

<sup>114</sup> V., primjerice, izričite odredbe § 31. st. 2. i st. 3. njemačkog InvG.

<sup>115</sup> V. čl. 47. st. 1. toč. 7. i toč. 9. ZIF.

<sup>116</sup> V. čl. 773. ZOO po kojem je nalogodavac dužan preuzeti obveze što ih je nalogoprimac uzeo na sebe obavljajući u svoje ime povjerene mu poslove, ili ga na drugi način osloboditi od njih.

slova dopuštenih kredita namiriti isključivo od društva za upravljanje, a društvo za upravljanje upućeno je zaobilazno ostvarivati svoje tražbine, dakle, preko čl. 94. ZIF kao troškove zasebne imovine. Društvo za upravljanje nema ni po tom pravnom naslovu pravo na troškove ni naknade pokaže li se da su krediti ili drugi poslovi sklopljeni za zajednički račun ulagatelja suprotni ZIF i ugovoru o upravljanju. O tome se depozitna banka treba pomno starati jer je ona po pravilima o upravljanju bez osnove dužna vratiti u zasebnu imovinu sve što je iz nje isplaćeno bez osnove. Za ostvarivanje tih imovinskopravnih zahtjeva treba joj *de lege ferenda* dati izričito zakonsko ovlaštenje.

Odgovarajuća rješenja vrijede i za prijeboj jer kod prijeboja kao i kod prijevoda, također, dolazi do neposrednog terećenja zasebne imovine. Prijebom i prijevodom proizvode iste pravne učinke. Tražbine prema društvu za upravljanje ne mogu se stoga prebiti s tražbinama koje pripadaju zasebnoj imovini.<sup>117</sup> Iznimke treba posebno propisati.<sup>118</sup> Po vlasničkom konceptu investicijskog posla tražbina koja pripada zasebnoj imovini nije uzajamna s tražbinom prema društvu za upravljanje, već ih već po tom osnovu nije moguće prebiti. Pravno učenje o povjerenstvu nametne iste zaključke i kod povjereničkog koncepta investicijskog posla jer tražbine u "privatnog posla" društva za upravljanje, također, nisu uzajamne s tražbinama koje pripadaju zasebnoj imovini. Na temelju posebne pravne prirode investicijskog posla treba, međutim, zaključiti da je radi dodatne pravne zaštite zasebne imovine apsolutno ništav svaki prijeboj tražbine prema društvu za upravljanje s tražbinama koje pripadaju zasebnoj imovini, neovisno o tome jesu li tražbine prema društvu za upravljanje vezane uz upravljanje zasebnom imovinom.

Društvo za upravljanje ovlašteno je i obvezno poništiti spomenute iznimke o prijeboju. Propusti li to učiniti društvo za upravljanje, podredno je to dužno učiniti depozitna banka. Za ostvarivanje tih imovinskopravnih zahtjeva treba joj *de lege ferenda* dati izričito zakonsko ovlaštenje.

### 3.6. Pravni položaj zasebne imovine u ovršnom i stečajnom postupku protiv društva za upravljanje

Zasebna imovina je zajednička nepodijeljena imovina ulagatelja. Ulagatelji najčešće nisu neposredni imatelji vrijednosnih papira iz zasebne imovine, vrijednosni papiri uglavnom glase na društvo za upravljanje. Dionice iz zasebne imovine upisane su, primjerice, na računima koji društva za upravljanje imaju u Središnjem klirinškom depozitarnom društvu, a ne na vlastitim računima ulagatelja. Dioničar je društvo za upravljanje, a ne zajednica ulagatelja. Posrijedi su otvoreni punopravni povjerenički računi društva za upravljanje.

<sup>117</sup> V. izričitu odredbu § 31. st. 6. njemačkog InvG.

<sup>118</sup> V. izričitu odredbu § 31. st. 6. njemačkog InvG.

ovlašćujući povjerenički računi kako bi to bolje odgovaralo pravnoj prirodi investicijskog posla zasnovanog na vlasničkom modelu.<sup>119</sup> Krajnje je dvojbeno kad će kod nas zaživjeti ovlašćujući povjerenički računi, bilo u bankama ili u Središnjem klirinškom depozitarnom društvu.<sup>120</sup> Danas dionice zavedene u računalnom sustavu Središnjeg klirinškog depozitarnog društva odnosno svakodobna saldo tražbina po žiro-računima ne pripadaju neposredno zasebnoj imovini, njoj pripadaju zajedničke nepodijeljene tražbine ulagatelja prema društvu za upravljanje s naslova čl. 794. ZOO odnosno odgovarajućih pravila koja vrijede za povjerenički, a ne za, usko gledajući, komisioni odnos. Dionice i svakodobna saldo tražbina pripadaju ulagateljima u gospodarskom, a ne u pravnom smislu. Svakodobna saldo tražbina i dionice pripadaju zasebnoj imovini kao povjereno dobro. Kako bi vlasnički model investicijskog posla uspješno zaživio ZIF treba *de lege ferenda* izmijeniti kao bi se provele u djelo odredbe čl. 292. ZTD po kojoj "financijska institucija može ostvarivati pravo glasa iz dionica koje glase na ime, a koje joj ne pripadaju, iako je u registru dionica upisano kao dioničar, samo na temelju pisanog ovlaštenja ..."<sup>121</sup> Ta odredba ZTD skrojena je ponajprije za potrebe investicijskog posla i ona još čeka svoje mjesto u poslovnoj i pravnoj praksi. *De lege ferenda* treba slijediti rješenja iz nama poredbenih prava koja, također, prihvaćaju vlasnički koncept investicijskog posla.<sup>122</sup> Dobar primjer za to pružaju odredbe § 32. njemačkog InvG i § 8. austrijskog InvFG.

Ulagateljima treba priznati mogućnost pojedinačnog pozivanja na izlučno pravo odnosno isticanje prigovora po kojem je ovrha na tim predmetima nedopuštena. Uloga depozitne banke nameće tim povjereničkim računima obilježje računa sa zaporkom jer je ovlaštenje društva za upravljanje raspolagati svakodobnom saldo tražbinom i dionicama po tim povjereničkim računima snažno ograničeno pravnim položajem depozitne banke.<sup>123</sup> To je jasno izraženo u čl. 53. st. 1. toč. 4. ZIF po kojem depozitna banka obavlja naloge društva za upravljanje u vezi s transakcijama s vrijednosnim papirima i drugim predmetima iz zasebne imovine samo ako oni nisu suprotni ZIF, podzakonskim propisima HANFA, prospektom i/ili statutom fonda i osigurava da transakcije vrijednosnim papirima

<sup>119</sup> O punopravnim povjereničkim i ovlašćujućim povjereničkim bankarskim računima v. poblje Miladin, P., Bankarski računi pravnih i fizičkih osoba, Zbornik XLIII. Susreta pravnika, Zagreb, 2005, str. 150.

<sup>120</sup> O ovlašćujućim povjereničkim računima društava za upravljanje u Austriji v. Oppitz, H., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 3/146. Vladajuća austrijska pravna književnost rezonira čiji je račun, tko je njegov imatelj njegove su i tražbine te prava po tom računu, čini se da nije sklona finesama po kojima bi ovlašćujući povjerenički računi bili zapravo vlastiti računi zajednice ulagatelja iako glase na društvo za upravljanje.

<sup>121</sup> Iste te odredbe ima § 110. reč. 2. austrijskog AktG i § 129. st. 3. njemačkog AktG.

<sup>122</sup> V. § 28. njemačkog InvG.

<sup>123</sup> Tako sa stajališta austrijske pravne i poslovne prakse Oppitz, M., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 3/146. Austrijski propisi, kao i ZIF, a za razliku od njemačkog InvG, ne propisuju izričiti kao su posrijedi računi sa zaporkom.

budu namirene, odnosno da se dospjele novčane tražbine namire u zakonskim ili ugovorenim rokovima.

Iako je društvo za upravljanje imatelj dionica i drugih vrijednosnih papira, ulagateljima zajednički pripada prigovor iz čl. 55. Ovršnog zakona (nadalje OZ) prema ovrhovoditeljima društva za upravljanje kane li se oni u ovršnom postupku namiriti pljenidbom tih dionica i drugih vrijednosnih papira ili iz svakodobne saldo tražbine. Prigovorom iz čl. 55. OZ traži se da se ovrha na tim predmetima utvrdi nedopuštenom.

U stečajnom postupku koji se vodi protiv društva za upravljanje ulagateljima na temelju čl. 79. Stečajnog zakona zajednički pripada izlučno pravo glede dionica i vrijednosnih papira koji glase na društvo za upravljanje, ali "gospodarski" pripadaju zasebnoj imovini odnosno ulagateljima kao zajedničarima. Ti predmeti izuzimaju se iz stečajne mase pa stečajni vjerovnici ne mogu iz njihove vrijednosti namirivati svoje tražbine prema stečajnom dužniku, društvu za upravljanje.

Nastale bi brojne praktične teškoće ako bi samo ulagatelji, bilo pojedinačno ili skupno, imali pravo istaknuti prigovor iz čl. 55. OZ ili pozivati se na svoje izlučno pravo iz čl. 79. SZ. Po pravnoj prirodi investicijskog posla to umjesto ulagatelja treba *de lege ferenda* činiti depozitna banka budući da ona ponajprije ima zadaću dodatno zaštititi zasebnu imovinu odnosno ulagatelje.<sup>124</sup>

### 3.7. Prava društva za upravljanje prema ulagateljima

Nitko ne može neposredno zahvatiti predmete iz zasebne imovine kako bi namirio svoje tražbine prema društvu za upravljanje ili ulagateljima.<sup>125</sup> Društvo za upravljanje, također, ne može neposredno teretiti zasebnu imovinu budući da ona nije samostalan pravni subjekt. Može se namiriti iz zasebne imovine samo posredno, zaobilaznim putem i to s naslova čl. 98. ZIF, tereteći zasebnu imovinu za svoje troškove i naknade i to pod dodatnom pretpostavkom da su pojedini troškovi i naknade opravdani odnosno vezani uz uredno upravljanje zasebnom imovinom. Društvo za upravljanje stječe prema ulagateljima tražbinu na naknadu troškova samo ako su za to ispunjene sve potrebne pretpostavke. Nipošto nisu posrijedi puke formalne pretpostavke za naknadu troškova iz čl. 773. ZOO, moraju se uvažiti posebna pravila investicijskog posla jer su ona po prirodi stvari preča od općih pravila obveznog prava o naknadi troškova.<sup>126</sup>

<sup>124</sup> V., primjerice, § 28. st. 1. toč. 3. njemačkog InvG. Primjer potvrđuje da je prigovor iz čl. 55. OZ, odnosno odgovarajućeg § 771. njemačkog ZPO, bitan i sa stajališta vlasničkog koncepta investicijskog posla.

<sup>125</sup> Na tom tragu je odredba čl. 51. st. 4. ZIF prema kojoj "imovina fondova kod depozitne banke ne ulazi u imovinu depozitne banke ni likvidacijsku ili stečajnu masu niti se može upotrijebiti za ovrhu u pogledu potraživanja prema skrbniku."

<sup>126</sup> Tako sa stajališta njemačkog prava o tražbini društva za upravljanje na naknadu troškova Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2416.



Ulagatelji duguju društvu za upravljanje naknadu za činidbe iz ugovora o ulaganju. Visinu naknade u pravilu jednostrano određuje društvo za upravljanje. Dužno se pri tome rukovoditi općom odredbom čl. 775. ZOO i posebnim odredbama ZIF. Visina naknade podložna je sudskoj kontroli po pravilima o provjeri jednostrano određenih činidbi.

ZIF propisuje da društvo za upravljanje smije iz zasebne imovine podmirivati samo one troškove koji su navedeni u prospektu.<sup>127</sup> Po općim pravilima društvo za upravljanje ima pravo na sve potrebne troškove što ih je učinilo upravljajući zasebnom imovinom.<sup>128</sup> Pri tome treba utvrditi jesu li ti troškovi bili potrebni uzmu li se u obzir sve okolnosti pojedinog posla. Društvo za upravljanje nema pravo na naknadu troškova za poslove koje je obavilo suprotno odredbama ZIF o ograničenjima prilikom ulaganja ili pogodbama ugovora o ulaganju. Društvo za upravljanje nema pravo na naknadu troškova za iznos koji otpada na cijenu koja je bila nepovoljnija od tržišne cijene ili procijenjene vrijednosti određenog predmeta iz zasebne imovine.<sup>129</sup> Nije sama po sebi ništava pogodba ugovora o ulaganju po kojoj društvo za upravljanje ima pravo na naknadu troškova i kad oni nisu bili potrebni uzmu li se u obzir sve okolnosti pojedinog posla. Ta pogodba mora, međutim, ovisno o okolnostima pojedinog slučaja izdržati sudsku provjeru po odredbama iz čl. 296. ZOO.

Društvo za upravljanje može namiriti iz zasebne imovine svoje naknade i troškove samo uz pomoć depozitne banke, ono nije ovlašteno samostalno posegnuti za novcem iz zasebne imovine kako bi naplatilo svoje troškove i naknade. Depozitna banka očito ne služi kao puka blagajna s koje društvo za upravljanje podiže svoje dospjele naknade i troškove. Ona ima pri tom aktivnu ulogu. Njezina je zadaća dodatno zaštititi zasebnu imovinu, dodatno ograničiti odgovornost zasebne imovine. Depozitna banka mora se posebno starati o tome ima li društvo za upravljanje pravo na pojedine naknade i troškove, mora brižljivo ispitati je li društvo za upravljanje zavrijedilo troškove i naknade, ima li ih uopće pravo regresirati iz zasebne imovine.<sup>130</sup> Ona stoga nužno mora provjeriti je li društvo za upravljanje obavljalo poslove sukladno svojim ovlaštenjima i obvezama. Utvrdi li depozitna banka da to nije bio slučaj glede poduzimanja određenih poslova, treba provjeriti pripada li u tom slučaju društvu za upravljanje u najmanju ruku tražbina s naslova stjecanja bez osnove. Ocjeni li depozitna banka da društvu za upravljanje pripada tražbina s naslova stjecanja bez osnove treba je podmiriti društvu za upravljanje iz zasebne imovine na temelju odgovarajuće primjene čl. 94. i čl. 95. ZIF.<sup>131</sup>

<sup>127</sup> V. čl. 96. st. 1. ZIF.

<sup>128</sup> V. čl. 775. ZOO.

<sup>129</sup> V. čl. 47. st. 1. toč. 6. ZIF.

<sup>130</sup> V. čl. 53. st. 1. toč. 7. ZIF prema kojem depozitna banka "osigurava da su troškovi koje plaća fond u skladu s uvjetima iz prospekta i/ili statuta fonda, odredbi ZIF i drugih propisa."

<sup>131</sup> Tako sa stajališta njemačkog prava koje u tom dijelu odgovara hrvatskom pravu *Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2471.*

Po prirodi stvari depozitna banka može naplatiti svoje troškove s naslova čl. 95. st. 1. toč. 1. ZIF samo ako se s tim suglasi društvo za upravljanje. To stajalište je na tragu rješenja iz čl. 54. ZIF, a prema kojima društvo za upravljanje može prema depozitnoj banci ostvarivati imovinskopravne zahtjeve u svoje ime a za račun ulagatelja. Doktrinarno nije posrijedi odgovornost zasebne imovine budući da ona nije pravni subjekt već je riječ o odgovornosti ulagatelja zasebnom imovinom.

#### IV. PRAVNI ODNOS IZMEĐU DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE I DEPOZITNE BANKE

Društvo za upravljanje mora u investicijski posao uključiti drugu kreditnu instituciju sa sjedištem u Hrvatskoj<sup>132</sup>, depozitnu banku. HANFA mora odobriti promjenu depozitne banke<sup>133</sup>, a za depozitnu banku može se izabrati samo ona kreditna institucija koja je za to dobila odobrenje HNB<sup>134</sup>.

Depozitna banka je ponajprije zadužena pohraniti zasebnu imovinu, izdavati i otkupljivati udjele.<sup>135</sup> Udjeli se mogu izdavati samo preko depozitne banke pa društvo za upravljanje mora s depozitnom bankom sklopiti ugovor prije nego što se počnu sklapati ugovori o ulaganju s pojedinim ulagateljima. Posrijedi je ugovor *sui generis* s elementima brojnih ugovora s tim da pretežu elementi ugovora o nalogu i inominatnog ugovora o službi. Depozitna banka obvezuje se i ovlašćuje poduzimati brojne poslove u smislu čl. 763. st. 1. ZOO. Karakteristične činidbe depozitne banke su izdavati i otkupljivati udjele, svakodobno se brinuti o urednom izračunavanju vrijednosti udjela.<sup>136</sup> Ona naplaćuje i isplaćuje udjele.<sup>137</sup> Ugovor ima elemente žiro ugovora budući da se depozitna banka obvezuje na temelju čl. 53. st. 1. ZIF otvoriti i voditi posebne bankarske račune na koje će se pripisivati bezgotovinske novčane tražbine iz zasebne imovine. Ključni su, međutim, elementi ugovora o depozitu odnosno ugovora o pohrani vrijednosnih papira i financijskih instrumenata. Pohrana zasebne imovine je ključna činidba depozitne banke.

Depozitna banka nije dužna osobno obaviti činidbe iz ugovora s društvom za upravljanje. Povjeri li depozitna banka trećima u cijelosti ili djelomično obavljanje poslova iz čl. 53. st. 2. ZIF i čl. 55. ZIF ona odgovara za njihov rad kao da je

<sup>132</sup> V. čl. 49. st. 2. ZIF.

<sup>133</sup> V. čl. 56. ZIF.

<sup>134</sup> V. čl. 49. st. 2. ZIF.

<sup>135</sup> V. čl. 53. ZIF.

<sup>136</sup> V. čl. 53. ZIF.

<sup>137</sup> Izdavanje i otkup udjela ne tiče se u ostalim bitnim pitanjima odnosa depozitne banke i ulagatelja nego, kao što je rečeno, odnosa društva za upravljanje i ulagatelja te sudjelovanja ulagatelja u zasebnoj imovini.

posao obavila osobno.<sup>138</sup> U tom dijelu ugovor između društva za upravljanje i depozitne banke sadrži elemente ugovora o djelu iz čl. 601. ZOO. Depozitne banke u poredbenoj praksi često same, neposredno uključuju u investicijski posao tzv. prime-brokere.<sup>139</sup> Postavlja se pitanje odgovaraju li depozitne banke za propuste prime-brokera kao za svoje propuste i kad ih neposredno izabere, nametne društvo za upravljanje. Suglasi li se depozitna banka s uključivanjem prime-brokera kojega je izabralo društvo za upravljanje u investicijski posao sklapa se trostrani ugovor između društva za upravljanje, depozitne banke i prime-brokera. Poseban pravni položaj depozitne banke u investicijskom poslu ne trpi ograničenja njezine odgovornosti za rad osoba kojima je povjereno obavljanje njezinih poslova. Rizici vezani uz činidbe depozitne banke ne mogu se prebaciti na društvo za upravljanje. Neovisno o tome tko je izabrao prime-brokere do njihovog uključivanja u investicijski posao može doći samo ako se s tim suglasi depozitna banka.

Depozitna banka dužna je slijediti upute koje joj u okviru njihovog okvirnog ugovornog odnosa daje društvo za upravljanje samo ako su u skladu sa zakonom i interesima ulagatelja.

Društvo za upravljanje mora ustrojiti samostalno poduzeće u odnosu na poduzeće depozitne banke.<sup>140</sup> To se podjednako tiče objektivnih i subjektivnih sastavnica poduzeća društva za upravljanje. ZIF nastoji suzbiti personalnu i prostornu isprepletenost depozitne banke i društva za upravljanje. Društvo za upravljanje mora se samostalno prostorno i tehnički zbrinuti u toj mjeri da je ustrojenopravno odvojeno od depozitne banke. Članovi uprave, prokuristi, trgovački opunomoćenici i rukovodeće osoblje depozitne banke ne bi smjeli biti istodobno zaposleni u društvu za upravljanje. Samo je na taj način moguće otkloniti sukob često međusobno suprotstavljenih interesa depozitne banke i društva za upravljanje.

ZIF ni u kojem slučaju ne zabranjuje društvu za upravljanje uzeti za depozitnu banku kreditnu instituciju koja je ujedno i većinskog član društva za upravljanje ili, pak, jedini njegov član. Sasvim je uobičajeno da većinski član društva za upravljanje preuzme ulogu depozitne banke. Statusnopravna povezanost depozitne banke i društva za upravljanje je sama po sebi opasna jer ključna kontrolna zadaća depozitne banke može snažno oslabjeti zbog njezinih vlastitih interesa. Društvo za upravljanje može zbog te povezanosti s depozitnom bankom dodatno potpasti pod njen utjecaj i tako izgubiti samostalnost koja je nužna za učinkovito upravljanje zasebnom imovinom. Depozitna banka i društvo za upravljanje mogu se lako staviti u službu interesa koji se kose s interesima ulagatelja, a o kojima su oni, svatko u svom području, ponajprije dužni voditi računa.

<sup>138</sup> V. čl. 54. ZIF.

<sup>139</sup> Riječ je o Sub-Custodian modelu. V. poblize Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 10 Rbr. 30.

<sup>140</sup> Na tom tragu treba tumačiti odredbu čl. 51. ZIF prema kojoj "poslovi pohrane i ostali poslovi koje depozitna banka obavlja za društvo za upravljanje moraju biti ustrojstveno odvojeni od poslova društva za upravljanje."

Sumnja li se u pojedinom slučaju opravdano na sukob interesa treba promijeniti zakonske mjere. HANFA tada ponajprije može uskratiti suglasnost za sklapanje ugovora između društva za upravljanje i depozitne banke, može se usprotiviti izboru depozitne banke. HANFA bi po prirodi stvari trebala prisiliti društvo za upravljanje da promijeni depozitnu banku ako opravdano sumnja na to da djeluju u dosluhu, a na štetu zajedničkog interesa ulagatelja u zasebnu imovinu. Ona nema izričitu zakonsku ovlast za izricanje te mjere pa bi je de lege ferenda trebalo propisati ZIF. Odluka HANFA o izricanju tih strogih mjera mora se u svakom slučaju temeljiti na dodatnim pretpostavkama koje konkretno upućuju na povredu kontrolnih obveza depozitne banke ili ključnih obveza društva za upravljanje. Puka statusnopravna povezanost društva za upravljanje i depozitne banke nije ni u kom slučaju dovoljan razlog za izricanje tih strogih mjera.

Sadržajno gledajući depozitna banka kontrolira postupa li društvo za upravljanje u skladu sa zakonskim odredbama, prospektom i odredbama ugovora o ulaganju. Ona nije dužna ulaziti u kontrolu veznu uz pitanja jesu li određeni postupci društva za upravljanje svrsishodni sa stajališta upravljanja zasebnom imovinom.

## V. PRAVNI ODNOS IZMEĐU DEPOZITNE BANKE I ULAGATELJA

Depozitna banka uključena je u investicijski posao isključivo radi zaštite zajedničkog interesa ulagatelja u zasebnu imovinu. Ona sklapa ugovor s društvom za upravljanje kako bi ulagatelji dodatno osnažili svoj pravni položaj u investicijskom poslu. Ugovor je, međutim, samo formalna pretpostavka njezine uloge u investicijskom poslu jer depozitna banka svoja kontrolna ovlaštenja i kontrolne obveze crpi neposredno na temelju ZIF. Odnos između depozitne banke i društva za upravljanje ne može se opisati kao unutarne društvo<sup>141</sup> jer obje strane tog ugovora imaju samostalne obveze prema ulagateljima u zasebnu imovinu. Društvo za upravljanje nije, dakle, glavni član unutaršnjeg društva koji isključivo nastupa u odnosu prema trećima.

Budući da depozitna banka ne stoji u neposrednom ugovornom odnosu s ulagateljima<sup>142</sup>, postavlja se pitanje kako pravno dovesti u vezu depozitnu banku i ulagatelje. Nude se dvije pravne konstrukcije o odnosu između depozitne banke i društva za upravljanje.<sup>143</sup> Prva ugovor između društva za upravljanje i depozitne

<sup>141</sup> Tako, međutim, Ohl, K., op. cit. u bilj. 1, str. 88.

<sup>142</sup> Ima i onih koji tumače da ulagatelji prilikom ulaska u fonda sklapaju konkludentno i ugovor s depozitnom bankom. V. Klenk, F.E., Die rechtliche Behandlung des Investmentanteils, Bankrechtliche Sonderveröffentlichungen des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität Köln, Bd. 4, 1967, str. 15.

<sup>143</sup> O tim konstrukcijama u njemačkom pravu v. Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 10 Rdn 34 i nadalje; za austriju v. Oppitz, H., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 3/153 i nadalje.

banke tumači kao ugovor u korist trećega odnosno ulagatelja, a u smislu odredbe čl. 337. ZOO. Druga taj ugovor tumači sukladno pravnom učenju o ugovoru sa zaštitnim učincima prema trećima odnosno ulagateljima.<sup>144</sup>

Ulagatelji ne mogu ni u kojem slučaju sukladno čl. 340. ZOO odbiti koristi koje su ili ugovorene za njih ili proizlaze neposredno iz zakona, kako god, dakle, tumačili korist koju ulagatelji stječu vezano uz ugovor između društva za upravljanje i depozitne banke. Obveze depozitne banke propisane su u najvećoj mjeri neposredno ZIF. Ugovor između društva za upravljanje i depozitne banke treba tumačiti kao atipičan ugovor u korist trećega odnosno ulagatelja kod kojega su odredbe čl. 339. i čl. 340. ZOO isključene brojnim prisilnopravnim odredbama ZIF. Stajalište je na tragu rješenja iz čl. 54. ZIF, a prema kojem imovinskopravne zahtjeve prema depozitnoj banci mogu ostvarivati i društvo za upravljanje i ulagatelji. Odredba čl. 54. ZIF odgovara rješenjima iz čl. 337. ZOO, a po kojima i treći i ugovaratelj imaju pravo zahtijevati da dužnik ispuni svoje glavne i sporedne činidbe. Odgovornost depozitne banke prema ulagateljima ravna se prema pravilima o ugovornoj odgovornosti za štetu, a ne prema pravilima o deliktnoj odgovornosti za štetu.

## VI. PRAVNI ODNOSI MEĐU ULAGATELJIMA

Doktrinarno "zatvaranje" investicijskog posla suočeno je s još jednom teškoćom. Problem je vezan i uz suvlasnički i uz povjerenički koncept investicijskog posla. Svoja prava na zasebnoj imovini ulagatelji mogu ostvarivati samo skupno. Dvojbena je, međutim, pravna priroda zajednice u kojoj se nalaze ulagatelji glede prava koja imaju na zasebnoj imovini, jesu li ulagatelji zajedničari glede svojih vlasničkih prava na zasebnoj imovini u smislu čl. 57. st. 1. ZV ili su pak suvlasnička zajednica iz čl. 36. ZV. Odredbe ZIF izričito propisuju da je zasebna imovina u zajedničkom vlasništvu ulagatelja. Pravo pojedinog ulagatelja u zasebnoj imovini je nepodijeljeno neovisno o tome što je određena veličina udjela pojedinih ulagatelja. Bit, naime, nije u tome zna li se koliki je čiji udio u zasebnoj imovini, nego u izričitoj zakonskoj namjeni te zasebne imovine.<sup>145</sup> Problem je u tome što ZIF kao *lex specialis* u odnosu na ZV, koji je matični propis za to pitanje, ne oklaštruje vlasnički, stvarnopravni položaj ulagatelja u investicijske fondove, dakle, zasebne imovine a to bi po već po prirodi investicijskog posla mogao i trebao učiniti. *De lege ferenda* treba izričito propisati kako nijedan ulagatelj ne može zahtijevati diobu zajedničkog vlasništva na zasebnoj imovini te da to pravo ne-

<sup>144</sup> O tom privatnopravnom učenju v. pobliže Miladin, P., Bankarska tajna i bankarsko obaveštavanje, Magistraski rad (neobjavljeno) Zagreb, 1999, str. 74 i nadalje.

<sup>145</sup> Tako glede zasebnoj imovini srodne namjene imovine ortaštva Barbić, J., Pravo društava Knjiga treća Društva osoba, Zagreb, 2002, str. 24. Zasebnoj imovini nedostaje poslovopravna namjena, ona ima samo zakonsku namjenu.

maju ni založni vjerovnik, ovrhovoditelj ili stečajni upravitelj pojedine stvari. Ulagatelju ne treba izričito isključiti pravo da raspolaže svojih udjelima u zajedničkim predmetima iz zasebne imovine.<sup>147</sup> Spomenuta mogućnost kaveza može biti i za suvlasničku zajednicu. Za zajednicu zajedničara karakteristično je, s druge strane, da već po pravnoj prirodi svoje zajednice ne mogu ponetno raspolagati svojim udjelima u pojedinim predmetima u zajedničkom vlasništvu.

Dvojba između suvlasničkog koncepta i koncepta zajedničkog vlasništva na zasebnoj imovini ima i praktično značenje.<sup>148</sup> Pođe li se od toga da su ulagatelji zajedničari oni bi mogli ostvarivati svoje imovinskopravne zahtjeve prema društvu za upravljanje i depozitnoj banci samo skupno, sukladno čl. 10. i 1. ZV. Ulagatelji nemaju pravo pojedinačno ustati s *actio pro socio* jer zajednica nije društvo.<sup>149</sup> Prihvati li se suvlasnički koncept oni bi to mogli učiniti i pojedinačno, sukladno čl. 38. ZV, no to nije slučaj s rješenjima ZV u stvarnom pravnom položaju ulagatelja na zasebnoj imovini. *De lege ferenda* ulagatelju treba dati mogućnost pojedinačnog ostvarivanja imovinskopравnih zahtjeva prema društvu za upravljanje i depozitnoj banci.<sup>150</sup> Mogućnost isticanja ulagatelja iz čl. 55. Ovršnog zakona po kojem je ovrha na predmetima iz zasebne imovine nedopuštena treba *de lege ferenda* prepustiti isključivo depozitnoj banci.

Izloženo vrijede na odgovarajući način i za zajednicu ulagatelja ako ulagatelji i društvo za upravljanje stoje u povjereničkom odnosu. Svoje imovinskopравne zahtjeve iz povjereničkog odnosa s društvom za upravljanje ulagatelji mogu ostvarivati samo zajednički. Isto vrijedi i za zahtjeve za naknadu šteta koje ulagatelji imaju prema depozitnoj banci.

## VII. ZAKLJUČAK

Investicijski posao jedna je od najsloženijih pojava suvremenoga poslovnog i pravnog pa i poredbenog prava. Potvrđuje se pravilo po kojem trostrani pravni odnosi nisu zanimljivi poput tih odnosa u psihologiji, ali su za to jednako složeno komplicirani. Psihologija poslovnog svijeta danas više ne može bez inženjerskih

<sup>146</sup> V. izričitu odredbu § 38. st. 5. njemačkog InvG.

<sup>147</sup> V. izričitu odredbu § 33. st. 2. njemačkog InvG. Njemačko pravo usvaja i u njemačkom konceptu investicijskog posla.

<sup>148</sup> Suprotno tome Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2397, ali sa stajališta povjereničkog odnosa njemačkog InvG.

<sup>149</sup> V. поближе o tom upravljačkom pravu ortaka Barbić, J., Pravo društava Knjiga pravnih radova, tva osoba, Zagreb, 2002, str. 116. Potpuno usamljeno suprotno stajalište u njemačkom pravu vidi i Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2437.

<sup>150</sup> V. u tom pogledu i za naše pravo instruktivnu odredbu § 28 st. 1. toč. 1. njemačkog InvG.

<sup>151</sup> V. u tom pogledu i za naše pravo instruktivnu odredbu § 28 st. 1. toč. 1. njemačkog InvG.

trokuta. Privatnopravno tumačenje mora izaći na kraj s teškim izazovima neprekidno usavršavajući svoje institute i iskušavajući neke svoje naizgled neprikosnovene dogme. Investicijski posao uvjerljivo nas oprašta s dogmom po kojoj obvezno pravo vežemo uz relativne, *inter partes* učinke, a stvarno, uz apsolutne, *erga omnes* učinke. Pravni učinci obveznopravnog instituta povjerenstva rastu do te mjere da probijaju relativnost obveznih odnosa i ulaze u područje apsolutne pravne zaštite povjerenog dobra odnosno zasebne imovine, a vlasništvo ulagatelja na zasebnoj imovini kao stvarno pravo toliko malaksava da se svodi na puku pravnu ljušturu u kojoj više nema nikakva života, nikakvih ovlaštenja. Civilni odnosi crpe svoju snagu iz života i nije ih lako uhvatiti. Zasebna imovina ne krši načelo jedinstva imovine u hrvatskom pravu iako povjerenstvo i vlasništvo kod investicijskog posla u svakom slučaju izlaze izvan okvira redovitog, uobičajenog povjerenstva odnosno vlasništva.

Upravljanje tuđom imovinom nije kao glavna činidba investicijskog posla puki kontrapunkt pravilima o poslovođstvu bez naloga. Nije posrijedi poslovođstvo s nalogom. Riječ je o trajnom povjeravanju svojih stvarnopravnih, apsolutnih ovlaštenja drugome, društvu za upravljanje. Investicijski posao je uvijek u svojoj biti povjerenički odnos. Ulagatelj se mijenja s društvom za upravljanje, on njemu barem svoja stvarnopravna ovlaštenja, a društvo njemu udjel. Društvo za upravljanje upravlja zasebnom imovinom koristeći tuđa, a ne svoja ovlaštenja pa se pri tom dužno rukovoditi interesima ulagatelja, a ne svojim interesima. Odgovornost za sve što je vezano uz upravljanje zasebnom imovinom preuzima investicijskim poslom isključivo društvo za upravljanje. Ulagatelji ne preuzimaju obveze što ih društvo za upravljanje eventualno preuzme u svoje ime a za njihov zajednički račun obavljajući u svoje ime povjerene mu poslove (v. čl. 773. st. 2. ZOO). Gdje nema obveze nema ni odgovornosti pa tu odgovornost mora preuzeti društvo za upravljanje. Iznimno je moguća puka stvarnopravna odgovornost, neovisno o bilo kakvoj istodobnoj osobnoj obvezi, no to je iznimka te kao takva zahtijeva posebno zakonsko rješenje. Odredba čl. 94. ZIF ni u kojem slučaju nije na tragu tog posebnog stvarnopravnog režima.

Nitko, pa ni društvo za upravljanje, a ni depozitna banka, ne može neposredno zahvaćati predmete koji pripadaju zasebnoj imovini. Vjerovnici, ovrhovoditelji i stečajni vjerovnici ulagatelja, depozitne banke i društva za upravljanje ne mogu svoja prava ostvarivati na predmetima iz zasebne imovine. Ovrha se može voditi samo protiv društva za upravljanje, a ovršiti se može samo iz vlastite imovine društva za upravljanje. Svoj put prema zasebnoj imovini društvo za upravljanje uvijek mora tražiti u svojim zahtjevima prema ulagateljima s naslova čl. 94. ZIF.

ZIF je odabrao vlasnički model investicijskog posla i po tome slijedi dobru tradiciju poredbenih prava s kojima Hrvatska zajednički dijeli isti pravni krug. Morao se, međutim, obazrijeti na Bibliju civilnog prava, ZV.<sup>152</sup> Čitav sustav civi-

<sup>152</sup> U tome je bit rasprave koju su u grubim crtama otvorili Miladin, P./Markovinović, H., Založno pravo na pravu, Zbornik XLV. Susreta pravnik, Zagreb, 2007, str. 138.

Inog prava temelji se na jednom jedinom pojmu, vlasništvu. Vlasnička prava ne mogu se dati kako bi se odmah potom u najvećoj mjeri "kriomice" uzela. Izričite prisilnopravne odredbe o ograničavanju vlasničkih prava trebaju biti kičma ZIF, a ZIF ih nema. *De lege ferenda* to treba izričito propisati ZIF. Isključenje vlasničkih ovlaštenja je preosjetljivo pitanje i ne treba ga izvoditi iz duha ZIF ili pravne prirode investicijskog posla. *De lege ferenda* treba raspraviti je li umjesto koncepta zajedničkog vlasništva povoljniji koncept suvlasništva na zasebnoj imovini.

Kako bi vlasnički model investicijskog posla uspješno zaživio ZIF treba *de lege ferenda* izmijeniti kao bi se provele u djelo odredbe čl. 292. ZTD po kojoj "financijska institucija može ostvarivati pravo glasa iz dionica koje glase na ime, a koje joj ne pripadaju, iako je u registru dionica upisano kao dioničar, samo na temelju pisanog ovlaštenja ..." <sup>153</sup> Ta odredba ZTD sračunata je upravo za potrebe investicijskog posla i ona još čeka svoju značajnu ulogu u poslovnoj i pravnoj praksi. Dionice iz zasebne imovine upisane su, primjerice, na računima koji društva za upravljanje imaju u Središnjem klirinškom depozitarnom društvu, a ne na vlastitim računima zajednice ulagatelja. Dioničar je društvo za upravljanje, a ne zajednica ulagatelja. Posrijedi su otvoreni punopravni povjerenički računi društva za upravljanje, a ne ovlašćujući povjerenički računi kako bi to bolje odgovaralo pravnoj prirodi investicijskog posla zasnovanog na vlasničkom modelu. *De lege ferenda* treba u tom dijelu slijediti rješenja iz nama poredbenih prava koja, također, prihvaćaju vlasnički koncept investicijskog posla ili točnije rečeno, model ovlašćujućeg povjerenstva. <sup>154</sup> Dobar primjer za to pružaju odredbe § 32. njemačkog InvG i § 8. austrijskog InvFG. Ulagatelje ne treba brinuti činjenica što nisu vlasnici, bolje rečeno, imatelji vrijednosnih papira i financijskih instrumenata iz zasebne imovine. U "pomoć im priskaču" stvarnopravni učinci povjerenstva pa je ulagateljima svejedno kako ih se titulira.

*De lege ferenda* treba osnažiti pravni položaj depozitne banke u investicijskom poslu. Izričitom odredbom ZIF depozitnoj banci treba dati postulacijsku sposobnost kako bi bila ovlaštena i obvezna tužiti društvo za upravljanje u svoje ime kad prekrši prava ulagatelja utvrđena ZIF i ugovorom o ulaganju. Bankarski računi sa zaporkom i računi vrijednosnih papira sa zaporkom dobro su rješenje za buduću praksu investicijskog posla. Uloga depozitne banke u investicijskom poslu dodatno bi dobila na značenju kad bi pribavila pravo na zaporku.

---

<sup>153</sup> Iste te odredbe ima § 110. reč. 2. austrijskog AktG i § 129. st. 3. njemačkog AktG.

<sup>154</sup> V. § 28. njemačkog InvG.