

## RESTRUKTURIRANJE DRUŠTAVA U POTEŠKOĆAMA I TRŽIŠTE KAPITALA – VRSTE I UPRAVLJANJE SUKOBOM INTERESA

Dr. sc. Morana Derenčinović Ruk\*

UDK: 347.72.04

<https://doi.org/10.30925/zpfsr.39.4.8>

Ur.: 7. rujna 2018.

Pr.: 25. listopada 2018.

Izvorni znanstveni rad

### Sažetak

*Predmet rada je istražiti na koji način tržište kapitala može biti platforma za restrukturiranje društava u poteškoćama te koji su financijski posrednici tipično uključeni u te postupke. Nakon toga analizirat će se sukobi interesa koji se mogu pojaviti u tom procesu te izložiti kako ih se može prevenirati, odnosno kako njima upravljati. Rad je usmjeren isključivo na društva u poteškoćama dionice kojih su (ili drugi financijski instrumenti) uvršteni na uređeno tržište Zagrebačke burze d.d. te na alternativne investicijske fondove, odnosno private equity i hedge fondove kao dominantne predstavnike segmenta tržišta kapitala koji ulažu u društva u poteškoćama. Nakon prikaza osobitosti, odnosno pravnih i drugih čimbenika koji utječu na restrukturiranje trgovačkih društava u poteškoćama putem tržišta kapitala, u radu se uspoređuju alternativni investicijski fondovi koji su specijalizirani za ulaganja u društva u poteškoćama, s prikazom njihovih sličnosti, razlika i posebnosti kao i fondova za gospodarsku suradnju koji su osobitost upravo hrvatskoga tržišta kapitala. Zatim se pojašnjava pojam sukoba interesa na tržištu kapitala odnosno razlučuje ga se od suprotstavljenih interesa, da bi se nakon toga iscrpno prikazalo kako se sukobi interesa manifestiraju tijekom pojedinih etapa ulaganja u odnosu na društvo u poteškoćama, odnosno kako se navedenim sukobima interesa može upravljati. Također se ističe uloga Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga, kao nadzornika i regulatora hrvatskoga tržišta kapitala te se skreće pozornost na okolnosti koje bi ona trebala uzeti u obzir pri obavljanju svojih javnopravnih nadzornih ovlasti, u odnosu na uočene sukobe interesa, ali pritom ne zadirući u privatnopravnu razinu odnosa koji su predmet nadzora.*

**Ključne riječi:** tržište kapitala; restrukturiranje; private equity; hedge fond; sukob interesa.

\* Dr. sc. Morana Derenčinović Ruk, voditeljica Direkcije za licenciranje i pravnu podršku u Sektoru za investicijske i mirovinske fondove Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga; e-mail: morana.derenčinovic@hanfa.hr. Stavovi i mišljenja autorice izneseni u ovom članku osobni su stavovi i ne odražavaju stavove Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga.

## 1. UVOD

U ovom se radu istražuje kako tržište kapitala može biti platforma za restrukturiranje društava u poteškoćama, na koji način, tj. putem kojih sudionika tržišta kapitala i koja je njihova uloga u tim slučajevima, zatim koje se vrste sukoba interesa pritom mogu pojaviti i na kojim stranama te može li se on spriječiti ili se njime mora upravljati i kako, te u konačnici koja je uloga nadzornika i regulatora tržišta kapitala u tim slučajevima i kakva je hrvatska praksa u tom pogledu.

Uvodno se ističe da je rad usmjeren isključivo na društva u poteškoćama kojih su dionice (ili drugi financijski instrumenti) uvrštene na uređeno tržište Zagrebačke burze d.d. te na točno određene sudionike tržišta kapitala kao potencijalne financijere takvih društava, a to su alternativni investicijski fondovi, i to *private equity* i *hedge* fondovi. Također, kada se u radu govori o restrukturiranju tih društava misli se na restrukturiranje kao proces koji može dovesti do spašavanja toga društva, neovisno o tomu unutar kakvog se režima ono provodi bilo putem ulaska u pregovore sa strateškim partnerom, bilo korištenjem postojećih instrumenata restrukturiranja u kontekstu predstečajnog, odnosno stečajnog postupka.

Time je uvjetovana i struktura samoga rada. Zbog toga se najprije izlažu osobitosti i čimbenici restrukturiranja društava u poteškoćama putem tržišta kapitala. U tom se dijelu pojašnjavaju posebnosti tržišta kapitala, kao i veze s tržištem kapitala SAD-a, te upućuje na važnost stečajnog zakonodavstva, jer je učinkovitost toga zakonodavnog okvira iznimno važna za uspješno restrukturiranje društava na tržištu kapitala.

Nakon toga se prelazi na prikaz alternativnih investicijskih fondova koji su specijalizirani za ulaganja u društva u poteškoćama, s prikazom njihovih sličnosti, razlika i posebnosti te osvrtno na fondove za gospodarsku suradnju koji su i zbog toga osnovani u Republici Hrvatskoj.

Zatim se pojašnjava sukob interesa u kontekstu tržišta kapitala i društava u poteškoćama, s navođenjem najvažnijih dionika postupka restrukturiranja i mogućih pojavnih oblika sukoba interesa u radu alternativnih investicijskih fondova koji ulažu u takva društva, ali i općenito. Na kraju se prikazuje uloga Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga, kao nadzornika i regulatora hrvatskoga tržišta kapitala u tom segmentu.

Ova je tema, premda naoko jednostavna, u osnovi višedimenzionalna i složena, jer isprepliće i povezuje različite segmente koji su, sami po sebi, zahtjevni – tržište kapitala, stečajne propise, fiducijarne dužnosti, tj. odnos povjerenja (povjerenički odnos) koji nastaje uvijek kada se imovina drugome povjeri na upravljanje, bankocentrični sustav i univerzalno bankarstvo, povlaštene informacije i asimetričnost informacija i dr. Sve je te elemente potrebno međusobno povezati u cjelinu kako bi se razumjela navedena materija.

---

Ovaj je rad izrađen uz potporu Hrvatske zaklade za znanost, projekt br. 9366 “Pravni aspekti korporativnih akvizicija i restrukturiranje društava utemeljenih na znanju” i Sveučilišta u Rijeci, projekt br. 13.08.1.2.01 “Zaštita korisnika na hrvatskom i europskom tržištu financijskih usluga”.

Za potrebe ovog rada pribavljeni su podatci od Središnjeg klirinškog depozitarnog društva d.d. o broju izdavatelja nad kojima je od 2008. godine do danas otvoren stečajni postupak. Ti su podatci uspoređeni s podatkom o izvršenim i uvrštenim financijskim instrumentima izdavatelja na Zagrebačkoj burzi d.d., kako bi se dobio podatak o broju društava u poteškoćama koji su potencijalna ciljna društva za ulaganje. Također su provjeravani javno dostupni podatci o konkretnim ulaganjima društava za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima te je na mrežnim stranicama sudskog registra provjeren način na koji su ta društva ulazila u konkretna društva, kako bi realizirala svoja ulaganja i ostvarila kontrolu, a sve kako bi se stekao uvid u način njihova rada na hrvatskom tržištu kapitala. Pored navedenoga, od Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga zatraženi su podatci o broju *hedge* fondova osnovanih u Republici Hrvatskoj i njihovim nazivima, *hedge* strategijama koje ti fondovi proklamiraju u svojim pravilima, zatim primjenjuju li *hedge* fondovi te strategije u praksi, u što je uložena imovina *hedge* fondova u Republici Hrvatskoj i u kojim postotcima, ulažu li *hedge* fondovi u Republici Hrvatskoj u društva u poteškoćama (predstečaj, stečaj, restrukturiranje), koliko su ulaganja od 2010. do 2018. realizirali *private equity* i *venture capital* fondovi u Republici Hrvatskoj (postojeća i bivša ulaganja – zbirni broj) te koja je ukupna vrijednost imovine *hedge* fondova u Republici Hrvatskoj (zbirno za sve *hedge* fondove) i koliko je to u postotku u odnosu na vrijednost imovine svih AIF-ova u Republici Hrvatskoj i isti takav podatak u odnosu na *private equity* fondove u Republici Hrvatskoj.

## **2. OSOBITOSTI I ČIMBENICI RESTRUKTURIRANJA DRUŠTAVA U POTEŠKOĆAMA PUTEM TRŽIŠTA KAPITALA**

Kako bi se razumjela uloga tržišta kapitala u restrukturiranju, ali i općenito financiranju društava, pa tako i društava u poteškoćama, potrebno je pojasniti nekoliko bitnih elemenata, budući da će se oni, na ovaj ili onaj način, provlačiti kroz cijeli rad:

1. Najrazvijenije i najnaprednije tržište kapitala je ono u SAD-u i gotovo sve što ono generira prenosi se na europski kontinent i potom prilagođava (više ili manje uspješno) europskim potrebama.
2. U Europi, pa tako i u Republici Hrvatskoj, dominantno je univerzalno bankarstvo, dok je u SAD-u i angloameričkim zemljama dominantno investicijsko bankarstvo.<sup>1</sup>

1 Razlika između ta dva sustava je u širini poslovanja tih banaka, jer su univerzalne banke financijske institucije koje obavljaju sve ili gotovo sve bankovne poslove za svoje komitente, pa se tako bave i kreditno-depozitnim poslovima sa stanovništvom i gospodarskim sektorom, ali i poslovima s financijskim instrumentima. Za razliku od toga, angloameričko bankarstvo tradicionalno se dijeli na investicijsko i komercijalno bankarstvo, od kojih komercijalno obuhvaća tradicionalno poslovanje (polaganje novčanih sredstava (ugovor o novčanom pologu), platni promet (žiro-ugovor) i kreditni posao), dok investicijsko bankarstvo obuhvaća poslovanje financijskim instrumentima u najširem smislu (od pribavljanja i otuđivanja financijskih instrumenata, preko njihova pohranjivanja i upravljanja njima za račun klijenta, do sudjelovanja subjekata pri izdavanju novih financijskih instrumenata). Više o tome vidi Vučković, S., Prvulović, V., *Uspori i pad univerzalnog bankarstva*, Bankarstvo br. 5, 2013, str.

3. Tržište kapitala iznimno je dinamično, inovativno i fluidno te se nevjerojatno brzo razvija, njegova se struktura mijenja, a gotovo svakodnevno se stvaraju novi, brojni, sve složeniji proizvodi i usluge, uz brojne tehnološke inovacije koje to prate.
4. Od financijske/ekonomske krize 2000. godine nadalje, tržište kapitala pokazalo se kao korisno i pristupačnije mjesto alternativnog financiranja u odnosu na klasično financiranje putem banaka, što je dodatno utjecalo na njegov razvoj, razvoj sudionika tržišta kapitala koji su specijalizirani za takva ulaganja i na potražnju za ulaganje u društva u poteškoćama.<sup>2</sup>

Pri ulaganju u društva u poteškoćama na tržištu kapitala valja uzeti u obzir brojne vanjske i unutarnje čimbenike koji uvelike utječu na takva ulaganja i njihov smjer. Od vanjskih čimbenika ističemo ekonomsko i pravno okruženje te stupanj razvoja i stanje na tržištu kapitala, dok od unutarnjih ističemo način financiranja, kvalitetu menadžmenta društva u poteškoćama te volju i snagu za inovacijama i promjenama.<sup>3</sup> Zbog toga je svako takvo ulaganje potrebno razmotriti sa strateškog, operativnog i financijskog aspekta, na strani ulagatelja i na strani društva u poteškoćama. Poznavanje lokalnoga zakonodavnog okvira, posebice u odnosu na stečajne propise, iznimno je važno za uspješno restrukturiranje društava u poteškoćama i tu važnu ulogu ima stručan i iskusen menadžment i profesionalni tim onih koji u takva društva ulažu.<sup>4</sup>

Hrvatsko zakonodavstvo ne donosi definiciju društva u poteškoćama (engl. *distressed companies*), dok se prema brojnoj inozemnoj literaturi, prvenstveno engleskoga govornog područja, time podrazumijevaju društva u kojima se odvijaju neplanirani i vremenski ograničeni procesi koji prijete osnovnim ciljevima toga društva i u najgorem slučaju mogu dovesti do prestanka društva.<sup>5</sup> Riječ je, dakle, o raznim

- 
- 54 – 79 i Miladin, P., Trgovina financijskim instrumentima (vrijednosnim papirima, efektima), u: Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala, Zagreb, Zbornik radova, 2013., str. 469 – 561.
- 2 Naime, regulativa bankarskog sektora (kreditnih institucija) također je sve složenija i zahtjevnija, pa banke zbog propisa o adekvatnosti kapitala, izloženosti i rizika više nemaju toliko prostora za financiranje (kreditiranje) društava općenito, a posebice kada su u pitanju društva u poteškoćama, što se dodatno komplicira ako su takva društva članovi pojedinih grupa kojima je banka već izložena. U tom smislu vidi brojne izvore: Kucher, A. B., Meitner, M., Private Equity for distressed companies in Germany, *The Journal of Private Equity* vol. 8. no. 1., 2014., str. 58.; Tenhunen, P., Suominen, S., Svartström, S. C., FINLAND, *The Restructuring Review*, ed. Mallon, C., 8. izd., 2015., str. 123.; *Financial Restructuring Study 2015, Instruments and success factors in practice*, Restructuring & Corporate Finance CC, 2015, str. 9. i 10.; Gilson, S., *Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy*, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 24., no. 4., 2012., str. 24.; Jain, S., *Investment Strategies, Investing in Distressed Debt*, *Alternative Investment Analyst Review*, vol. 1, izd. 2, 2012., str. 35.; Lehmann, A., *Risk reduction through Europe's distressed debt market*, *Policy Contribution*, izd. no. 2., 2018., str. 2.
  - 3 Tako i Kucher, A. B., Meitner, M., op. cit., str. 55.
  - 4 U tom smislu vidi i DePonte, K., *An Overview of the Private Equity Distressed Debt and Restructuring Markets, The Guide to Distressed debt & Turnaround Investing*, a tako i Aggarwal, S., *Private Company Restructuring: Conflicts of Interest Between Various Stakeholders*, *The Journal of Private Equity*, vol. 6, no. 2., 2003., str. 51 – 60, str. 54.
  - 5 Vidi primjerice Kucher, A. B., Meitner, M., op. cit., str. 55. Nadalje se *distress* kategorizira

poteškoćama u kojima se društvo može naći, od kratkotrajne tekuće nelikvidnosti, do predstečajnog ili stečajnog postupka.

Odredbama novoga Stečajnog zakona<sup>6</sup> u jednom je propisu uređen i predstečajni i stečajni postupak. Cilj provođenja predstečajnog postupka uređivanje pravnoga položaja dužnika i njegova odnosa prema vjerovnicima i održavanja njegove djelatnosti, dok je to u stečajnom postupku skupno namirenje vjerovnika stečajnoga dužnika, unovčenjem njegove imovine i podjelom prikupljenih sredstava vjerovnicima.<sup>7</sup> Tijekom stečajnog postupka moguća je provedba i stečajnog plana, kojim se odstupa od navedenog općeg režima SZ. Pritom valja istaknuti da je koncipiranje SZ-a, posebice kada je riječ o stečajnom planu, izrađeno po uzoru na odredbe njemačkoga stečajnog zakonodavstva, a na koje je znatno utjecala ekonomska teorija stečajnog, insolventijskog prava SAD-a.<sup>8</sup> Upravo je američki *Bankruptcy Code*, i to njegovo Poglavlje 11, poslužilo kao uzor uređenja stečajnog plana koji omogućava privatnopravno uređenje važnih stečajnopravnih pitanja, premda je u konačnici njihov koncept ipak različit, jer američki propis predviđa čisti sanacijski postupak koji društvu u poteškoćama treba omogućiti novi početak (zbog čega je i njegova pozicija u tom postupku iznimno snažna), dok je putem stečajnog plana moguća likvidacija, reorganizacija i prijenosna sanacija društva u poteškoćama, sve kako bi se nadišle te poteškoće i opasnosti koje nosi stečajni postupak.<sup>9</sup> Tu je razliku važno stalno imati na umu, jer ona odlučno utječe na poziciju, a samim time i prava, dionika u takvim postupcima i slučajevima (posebice ulagatelja u takva društva), te je evidentno da hrvatsko zakonodavstvo u tom smislu ne nudi rješenja koja bi bila primjerena dinamici i fluidnosti tržišta kapitala, kao mjestu putem kojeg je moguće riješiti probleme i poteškoće u kojima se društva mogu naći, na brži i jednostavniji način. Nastavno na navedeno svakako treba ukazati i na rizik promjene zakonskih propisa koji u Republici Hrvatskoj, nažalost, može biti znatan, što je pokazalo i nedavno donošenje Zakona o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku, poznatijeg kao *Lex Agrokor*, kao i prethodno uređenje predstečajnog postupka u zasebnom propisu.<sup>10</sup>

---

kao strateška poteškoća (koja prijeti strateškim ciljevima društva, primjerice tržišnom udjelu društva), operativna poteškoća (koja prijeti operativnim ciljevima, primjerice ostvarivanju dobiti), financijska poteškoća (koja prijeti strateškim i financijskim ciljevima društva, primjerice *cash flow*) i na kraju stečaj.

6 Stečajni zakon (NN 71/15 i 104/17, dalje: ZS).

7 Čl. 2. st. 1. i 2. SZ.

8 Više o tome vidi u Miladin, P., Markovinović, H., Stečajni plan i nagodba u postupku izvanredne uprave, Zbornik Susreta pravnika Opatija '18., str. 70 – 73.

9 Ibid., str. 72. O važnosti koncepta i odredaba Poglavlja 11 (*Chapter 11*) američkog *Bankruptcy Codea* pri ulaganju u društva u poteškoćama i njihovom restrukturiranju vidi i Gilson, S., op. cit., te Lemmon, M., Yung-Yu, M., Tashjian, E., *Survival of the fittest? Financial and economic distress and restructuring outcomes in Chapter 11, 2009.* – oni navode i razliku između *financial distress* i *economic distress* (str. 9.); Jain, S., op. cit., str. 36.

10 Zakon o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku (NN 32/17). Miladin i Markovinović opravdano pišu o različitim *ad hoc* bočnim udarima na sustav stečajnog prava, koji su uzrokovani pogrešnim shvaćanjem da se akutna kriza stanja glede nelikvidnosti i insolventnosti domaćih trgovačkih društava nije kadra

Hrvatsko tržište kapitala je mlado, malo i u mnogočemu još nerazvijeno, što je vidljivo, primjerice, i prema financijskim instrumentima koji su dostupni za trgovanje na Zagrebačkoj burzi d.d., kao i nedostatku algoritamskog i visokofrekventnog trgovanja.<sup>11</sup> To bez daljnega utječe na volju, želju i mogućnosti raznih sudionika tržišta kapitala da svoju imovinu usmjeravaju prema zanimljivim projektima, poput društava u poteškoćama, koji za njih mogu biti lukrativna ulaganja, bilo na primarnom ili sekundarnom tržištu. Za razliku od hrvatskog, američko tržište kapitala takvim ulagateljima nudi mogućnost ulaganja „klasične“ financijske instrumente, kao što su dionice, obveznice, komercijalni zapisi, varanti, certifikati, ali i druge financijske instrumente nalik vlasničkim instrumentima, koji su kombinacija vlasničkog kapitala i duga (primjerice *debentures, notes, mortgage/other asset-backed instruments, residential sub-performing or non-performing loans, subordinated loans, participating loans, convertible bonds, bonds with warrants, silent participation, profit participating rights*...).<sup>12</sup> I ti čimbenici utječu na razvijenost, napredak i atraktivnost američkog tržišta koje ima i konkretne rezultate i istraživanja provedena na tu temu. Zemlje zapadne i središnje Europe u tom pogledu ne zaostaju, dok je pred Republikom Hrvatskom još dugi put, ali ipak se kreće.<sup>13</sup>

### **3. ALTERNATIVNI INVESTICIJSKI FONDOVI KAO FINANCIJERI DRUŠTAVA U POTEŠKOĆAMA NA TRŽIŠTU KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ**

Ulaganje u društva u poteškoćama, a osobito ona koja su u fazama predstečaja ili stečaja smatra se segmentom tzv. kontrarijanskog ulaganja, dakle ulaganja u financijske instrumente kojima vrijednost i cijena padaju i o kojima na tržištu općenito, pa tako i na tržištu kapitala, nema optimizma.<sup>14</sup> U tim slučajevima ulagatelj bi trebao biti svjestan da kupuje financijski instrument koji, s jedne strane, ima nisku cijenu, ali s druge nosi i veći rizik, pa ulagatelj mora imati i „želudac“ i dovoljno resursa da prebrodi eventualni neuspjeh takvog ulaganja te apsorbira mogući gubitak.

---

rješavati sustavno unutar matičnog SZ-a – vidi Miladin, P., Markovinović, H., op. cit., str. 67 – 68. Predstečajni postupak je do 2015. godine bio uređen Zakonom o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi (NN 108/12, 144/12, 81/13, 112/13, 78/15 i 71/15).

11 Zagrebačka burza d.d. (dalje: ZSE) osnovana je 1991. godine, elektroničko trgovanje uvedeno je 1994. godine i tek krajem devedesetih godina 20. stoljeća moglo se govoriti o razvoju dioničarstva i prave burzovne trgovine (vidi i <http://zse.hr/default.aspx?id=26>). Što se tiče financijskih instrumenata uvrštenih na uređeno tržište ZSE, riječ je o dionicama, obveznicama i komercijalnim zapisima. Više nema certifikata, kao strukturiranih proizvoda (vidi <http://zse.hr/default.aspx?id=26472>), a da ne govorimo o ostalim financijskim instrumentima koje predviđa čl. 3. T. 24. Zakona o tržištu kapitala (NN 65/18, dalje: ZTK).

12 Tako i Jain, S., op. cit., str. 33 – 34.

13 Primjerice, u Njemačkoj su ulaganja *private equity* fondova od 2009. do 2014. više nego udvostručena, prema Financial Restructuring Study 2015, str. 10.

14 Više o kontrarijanskom ulaganju vidi na <https://www.investopedia.com/video/play/what-is-contrarian-investing/>; <https://www.investopedia.com/university/introduction-stock-trader-types/contrarian-traders.asp>; <https://www.forbes.com/sites/investor/2014/04/28/5-rules-of-contrarian-investing/#3909a1f3c360>.



Investicijski fondovi kao ulagatelji u „uvrštena društva“<sup>15</sup> mogu biti i UCITS i alternativni fondovi.<sup>16</sup> U ovom je radu fokus stavljen na AIF-ove, jer UCITS-i po prirodi stvari trebaju ulagati likvidnu financijsku imovinu, pa ne bi trebali težiti takvim ulaganjima, već naprotiv izlasku iz društava u poteškoćama. Što se tiče AIF-ova, ZAIF:

- a. ne uređuje AIF-ove, nego ponajprije upravitelje tih fondova, dakle društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima (dalje: UAIF) te donosi minimum odredaba o ulaganjima i ograničenjima ulaganja AIF-ova,<sup>17</sup>
- b. ne propisuje koje vrste AIF-ova postoje, nego kod navođenja njihove razlikovnosti propisuje da UAIF u Republici Hrvatskoj može osnovati sve vrste AIF-ova s privatnom ponudom koji imaju strategiju ulaganja iz Dodatka IV. Delegirane uredbe 231/2013. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje: Hanfa) pravilnikom detaljnije propisuje obilježja AIF-ova koji se mogu osnovati na temelju ZAIF-a, klase imovine u koje mogu ulagati, ograničenja ulaganja i kriterije za procjenu ispunjavanja uvjeta za kvalificirane ulagatelje.<sup>18</sup> U Dodatku IV. Delegirane uredbe 231/2013 navode se *hedge* fondovi, fondovi rizičnog kapitala (*private equity/venture capital*), nekretninski fondovi, fond fondova te drugi fondovi. Takvu logiku slijedi i još uvijek važeći Pravilnik o vrstama alternativnih investicijskih fondova.<sup>19</sup>

15 Društva kojih su financijski instrumenti uvršteni na uređeno tržište ZSE. Uređeno tržište dijeli se na tri segmenta – vodeće, službeno i redovito tržište (vidi <http://zse.hr/default.aspx?id=36768>, stranica posjećena 5.8.2018.).

16 UCITS fondovi su otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom, uređeni Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16, dalje: ZOIFJP), koji su namijenjeni malim ulagateljima, pa im sam zakon točno određuje dozvoljena ulaganja i ograničenja ulaganja, kao i temeljne odrednice poslovanja radi zaštite malih ulagatelja. Alternativni investicijski fondovi (dalje: AIF) uređeni su Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18, dalje: ZAIF) i to su fondovi namijenjeni institucionalnim/profesionalnim i kvalificiranim ulagateljima, za koje se presumira da imaju veće znanje, iskustvo i razumijevanje rizika. Investicijskim fondovima upravlja društvo za upravljanje i oni su u Republici Hrvatskoj ponajprije osnovani kao otvoreni investicijski fondovi bez pravne osobnosti, stoga je jasno da investicijski fond ne može sam ulagati svoju imovinu (on jest ukupnost imovine), nego to u svoje ime, a za račun fonda/ulagatelja čini društvo za upravljanje, kojim upravljaju profesionalci koji su za to dobili odobrenje nadležnog tijela. Stoga, kada se u ovom radu govori o ulaganju fonda, misli se na ulaganje njegove imovine, koje poduzima društvo za upravljanje. O AIF-ovima kao ulagateljima u trgovačka društva vidi i Braut Filipović, M., Derenčinović Ruk, M., Grković, N., *Alternative investment funds and their role in portfolio companies – state of art in Croatian law and practice*, Zbornik radova sa skupa 18th International Scientific Conference on Economic and Social Development – „Building resilient society“, str. 234 - 244.

17 Što je u potpunosti u skladu s odredbama Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i o izmjeni direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010 (tzv. AIFM direktiva), koja je kroz stari ZAIF (NN 16/13 i 143/14) implementirana u hrvatski pravni sustav.

18 Čl. 6. st. 5. i 6. ZAIF.

19 Pravilnik o vrstama alternativnih investicijskih fondova (NN 105/13 i 28/15), čl. 16. st. 1.

U društva u poteškoćama ulažu u prvom redu *hedge* fondovi i fondovi rizičnog kapitala (*private equity* fondovi). Riječ je o fondovima koji imaju mnoge sličnosti i razlike, stoga ćemo u nastavku navesti neke od njih, kako bi samo razumijevanje *ratia* njihova postupanja, pa tako i u odnosu na društva u poteškoćama, bilo lakše.<sup>20</sup>

*Hedge* fond je, najjednostavnije rečeno, vrsta AIF-a koji je namijenjen institucionalnim / profesionalnim / kvalificiranim ulagateljima i čije poslovanje obuhvaća širok krug investicijskih ciljeva, tehnika i strategija te fleksibilnost pri njihovom izboru, a karakterizira ga u pravilu kratkoročni vremenski horizont ulaganja, visoki rizik, ali i potencijal visokog profita te visoke naknade upravitelja *hedge* fonda.<sup>21</sup> Premda su ciljevi većine *hedge* fondova očuvanje prikupljenoga kapitala, sigurnost povrata uložene sredstava i amortizacija tržišne nestabilnosti, neki *hedge* fondovi veliku prednost daju ostvarenju visokih profita, pa i uz veliki rizik koji to prati, a pritom važnu ulogu ima profesionalni tim visoko specijaliziranih menadžera.<sup>22</sup> Prema načinu rada i strategijama ulaganja *hedge* fondovi se najčešće dijele na:

1. tržišno neutralnu grupu (*Market Neutral*)
2. dugoročno/kratkoročnu dioničku grupu (*Long/Short Equity*)
3. usmjerenu trgovačku grupu (*Directional Trading*)
4. grupu specijalnih strategija (*Special Strategies*).

Neke od najpoznatijih *hedge* strategija ulaganja su *Long Bias*, *Long/Short*, *Market Neutral*, *Short Bias*, *Fixed Income Arbitrage*, *Convertible Bonds Arbitrage*,

20 O sličnostima i razlikama *hedge* fondova i *private equity* fondova vidi više u: Orezyk, S., *The Benefits of Investing in Alternatives: The Understanding Hedge Funds, Private Equity, and Managed Futures*, 2008.; Achleitner, A., Kaserer, C., *Private Equity Funds and Hedge Funds: A Primer*, Center for Entrepreneurial and Financial Studies, CEFS Working Paper No. 2005-03, 2005.

21 *Hedge* fondovi su posljednjih dvadesetak godina postali javnosti zanimljivi zbog brojnih priča o njihovu negativnom, čak, presudnom utjecaju na ekonomsku krizu 2000-ih godina i potom onu od 2007. do 2009. godine. Negativnu percepciju dodatno su pojačale i informacije o enormnim prihodima upravitelja tih fondova, njihovim nagradama, kao i javno isticanim neuspjesima u nekim od ulaganja. Pritom je važno napomenuti kako oni do nedavno uopće nisu bili pravno uređeni ni u SAD-u ni u EU te su umnogome iskorištavali upravo tu neregularnost i netransparentnost koja iz nje proizlazi za ostvarivanje svojih ciljeva. Mnogi ih i danas nazivaju „strvinarskim“ fondovima, no na području EU-a su od 2011. godine regulirani upravitelji svih AIF-ova, pa tako i *hedge* fondova, odredbama AIFMD direktive koja je implementirana u nacionalna zakonodavstva država članica. Naknade upravitelja *hedge* fondova često se određuju kao „2 and 20“ - od toga 2 % kao naknada za upravljanje, a 20 %, pa i do 22 % kao tzv. *performance fee*. Povijest *hedge* fondova seže u kraj 19. i početak 20. stoljeća. O povijesti, razvoju, određenju, uređenju i potrebi regulacije *hedge* fondova vidi više u: za Republiku Hrvatsku Mijatović, N., Špoljarić, D., *Teorijsko određenje i pravno uređenje hedge fondova*, Zagreb, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 61., no. 3., 2011., str. 897 – 926; ostalo: Anbar, A., *Hedge Funds and Effects of Hedge Funds on Financial System*, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: XXVI, Sayı: 1, 2009., str. 415 - 442; Ganchev, A., *Hedge Funds - Evolution and Perspectives*, Narodnostopanski arhiv, 4, 2015., str. 37 - 46; Jain, S., *What are Hedge Funds?*, UBS Alternative Investments, 2011.; Kameni, E., *Corporate Governance Implications of the Regulation of Hedge Funds in the Aftermath of the Financial Crisis*, 2010.; Shadab, H. B., *Hedge Funds and the Financial Crisis*, Mercatus on Policy, br. 24, 2009., NYLS Legal Studies Research Paper No. 09/10 #31, 2009.

22 Tako Mijatović, N., Špoljarić, D., op. cit., str. 905.



*Volatility Arbitrage, Event Driven - Distressed/Restructuring, Risk Arbitrage/Merger Arbitrage, Equity Special Situations, Credit Long/Short, Credit Asset Based Lending, Multy Strategy hedge Fund* i dr.<sup>23</sup>

U društva u poteškoćama ulažu ponajprije *hedge* fondovi koji pripadaju tržišno neutralnoj grupi i čija strategija ovisi o događajima (*Event Driven*), zbog čega se ponekad nazivaju i *event driven* grupom. Njihova se strategija svodi na ulaganje u dugove/financijske instrumente društava koja imaju poteškoće u poslovanju ili dugove/financijske instrumente društava koja se restrukturiraju (*Distressed/Restructuring*), premda ponekad koriste i *Merger Arbitrage* strategiju. To, konkretno, znači da se dugovi/financijski instrumenti društva otkupljuju uz znatne diskonte, a ako se društvo „spasi“, to jest uspješno restrukturira i nastavi dalje stabilno poslovati, fond ostvaruje veliki profit jer vrijednost i cijena financijskih instrumenata kojih je izdavatelj to društvo tada dostižu realnu vrijednost te se otkupljeni dugovi naplaćuju u cijelosti i s kamatom.<sup>24</sup> Ako se društvo ne uspije spasiti, fond i dalje zarađuje zbog zakonskoga reda naplate, premda ne ostvaruje toliki profit. Također je moguće da fond otkupi dug u obliku obveznica, opet uz veliki diskont, i istodobno smanjenje temeljnog kapitala društva povlačenjem dionica, pa ako se društvo spasi fond dug naplaćuje u cijelosti i vrijednost dionica društva raste i ostvaruje se dobit, a ako se društvo ne spasi fond ne gubi toliko jer vrijednost dionica pada ispod vrijednosti obveznica koje su u likvidaciji ili stečaju prema redosljedu naplate ispred dionica.<sup>25</sup> Upravo zbog velike fleksibilnosti pri izboru konkretne strategije za pojedino ulaganje *hedge* fondovi su itekako pogodni i poželjni ulagatelji u društva u poteškoćama, a inozemna praksa je pokazala da njihovo aktivno sudjelovanje u tim slučajevima uvelike povećava mogućnost uspješnog i bržeg restrukturiranja i smanjenja dugova, da tzv. aktivni *hedge* fondovi stvaraju dodanu vrijednost u tim postupcima svojim iskustvom te uvode disciplinu u upravljanje društvom.<sup>26</sup>

*Private equity* fondovi također su s vremenom postali važna alternativa ulaganju u tradicionalne financijske instrumente, također su namijenjeni institucionalnim / profesionalnim / kvalificiranim ulagateljima, a ulažu u posebnu klasu imovine, pritom koristeći niz različitih investicijskih tehnika, strategija i oblika imovine.<sup>27</sup> *Private*

23 Tako navodi i *ibid.*, str. 906. Popis *hedge* strategija vidi u Prilogu IV. Delegirane uredbe Komisije (EU) br. 231/2013.

24 *loc. cit.*

25 Tako i *loc. cit.*

26 O ulozi *hedge* fondova u restrukturiranju vidi Rosenberg, R. J., Riela, M. J., *Hedge funds: The new masters of the bankruptcy universe*, International Insolvency Institute, Eight Annual International Insolvency Conference, 2008.; Lim, J., *The Role of Activist Hedge Funds in Financially Distressed Firms*, *Journal of financial and quantitative analysis*, vol. 50. no. 6, 2015., str. 1321 – 1351; Lim, J., *The Role of Activist Hedge Funds in Financially Distressed Firms*, 2010.; Allaire, Y., *The Case for and Against Activist Hedge Funds*, Institute for governance of private and public organizations, 2015.; Obrestad, S. O., *The role of vulture investors in the governance and reorganization of distressed firms*, HEC, 2009. O dioničarskom aktivizmu AIF-ova u RH i usporedno vidi i Braut Filipović, M., Derenčinović Ruk, M., Grković, N., *op. cit.*

27 Više o *private equity* fondovima vidi u: Hotchkiss, E., Smith, D. C., Strömberg, P., *Private Equity and the Resolution of Financial Distress*, 2011.); DePonte, K., *op. cit.*, str. 17.; Kucher, A. B., Meitner, M., *op. cit.*; *Osnove Private Equity-a s osvrtom na fondove gospodarske*

*equity* fondove karakterizira srednje do dugoročan horizont ulaganja (3 do 7 do 10 godina), predanost razvoju poslovanja i uspjehu društva u koje se ulaže sve do trenutka izlaza (dezinvestiranja), stjecanje (preferiranog) vlasničkog udjela od najmanje 25% u ciljnom društvu, kontrolni utjecaj pri upravljanju društvom i kod donošenja strateških odluka te nadzor nad korištenjem sredstava društva. Osnovne strategije ulaganja *private equity* fondova jesu:

1. *Venture Capital*
2. *Growth/Expansion*
3. *Leveraged Buyout (LBO)*
4. *Mezzanine*
5. *Distressed/Special Situations* te
6. preostale strategije.

Za ulaganje u društva u poteškoćama koristi se *Distressed/Special Situations* strategija koja podrazumijeva ulaganje u vlasničke ili dužničke vrijednosne papire takvih društava te obuhvaća dvije široke pod-strategije:

- *Distressed-to-Control* ili *Loan-to-Own* strategiju kod koje fond ulaže u dužničke vrijednosne papire u nadi da će nakon provedenoga korporativnog restrukturiranja kontrolirati vlasnički kapital (dionice) tog društva i
- *Special Situations* ili *Turnaround* strategiju kod koje fond osigurava i dužnički i vlasnički kapital, najčešće, tzv. „*rescue financing*“ društvima koja su operativno i/ili financijski u izazovnoj situaciji.

*Private equity* fondovi rade u etapama, pa sam početak rada fonda karakterizira etapa prikupljanja obveza i sredstava, u kojoj se zainteresiranim ulagateljima predočavaju okviri strategije i ulaganja fonda (sektorska orijentacija i sl.). Zatim slijedi etapa ulaganja, u kojoj se provodi detaljno tržišno, financijsko, pravno, okolišno i upravno dubinsko snimanje (engl. *due diligence*) ciljnog društva, što može trajati i više mjeseci prije no što se formira i donese konačna odluka o ulaganju. Kada se fond odluči za konkretno ulaganje, ovisno o strategiji, dio vlasničkog udjela u ciljnom društvu prepušta se *private equity* fondu koji time dobiva dio kontrole nad tim društvom. Nakon toga slijedi etapa upravljanja ulaganjima u kojoj se unaprjeđuje i razvija poslovanje društva, potencijalno mijenja veličina društva i repozicionira njegov tržišni udio, uvode novi proizvodi i usluge i sl. Na kraju je izlazna etapa (dezinvestiranje), kada se monetizira dio stvorene imovine, prodaje dio ili cijelo društvo, već ovisno o strategiji za koju se *private equity* fond u konkretnom slučaju odlučio. Stoga možemo reći da *private equity* fondovi imaju važnu socio-ekonomsku funkciju, jer omogućavaju kontinuiranu dostupnost potrebnog financiranja u svim etapama razvoja nekog društva, a kada su u pitanju društva u poteškoćama oni postaju katalizator razvoja i restrukturiranja te efikasne alokacije kapitala.<sup>28</sup> Pored navedenog, istraživanja pokazuju da društva u poteškoćama u koja ulažu *private equity* fondovi brže rješavaju te poteškoće i imaju veću vjerojatnost za uspješno restrukturiranje kao

---

suradnje, Akademija Zagrebačke burze.

28 U tom smislu vidi i Osnove Private Equity-a s osvrtnom na fondove gospodarske suradnje, op. cit. O dioničarskom aktivizmu AIF-ova u RH i usporedno vidi i Braut Filipović, M., Derenčinović Ruk, M., Grković, N., op. cit.

samostalno reorganizirana društva, na što utječe kapital koji unose *private equity* fondovi, ali i njihov menadžment i profesionalni tim.<sup>29</sup>

Posljednjih je godina u inozemnoj praksi čest slučaj kombiniranog djelovanja *private equity* i *hedge* fondova, pa se tako ti fondovi udružuju i zajednički djeluju, neki *hedge* fondovi ulažu u *private equity* fondove, neki UAIF-ovi unutar krovnih fondova formiraju i *hedge* i *private equity* pod-fondove, međusobno se pripajaju *hedge* i *private equity* fondovi i dr.<sup>30</sup>

Specifičnost hrvatskoga tržišta kapitala u odnosu na *private equity fondove* su tzv. fondovi za gospodarsku suradnju (dalje: FGS), koji su osnovani 2010. godine, radi prevladavanja teškoća u gospodarstvu, uklanjanja negativnih učinaka globalne krize na hrvatsko gospodarstvo, uz stvaranje uvjeta za dugoročno održivi gospodarski rast, kao jedna od mjera za gospodarski oporavak i razvitak kojima se potiče kreditna aktivnost. Njihova je svrha bila poticanje razvoja gospodarstva, očuvanje postojećih i stvaranje novih radnih mjesta, jačanje postojećih i pokretanje novih gospodarskih subjekata, putem vlasničkog restrukturiranja ulaganjem dodatnoga kapitala, i to uz suradnju Vlade Republike Hrvatske i zainteresiranih privatnih ulagatelja.<sup>31</sup> Specifičnosti FGS-ova su sljedeće:

1. FGS se osniva kao otvoreni investicijski fond rizičnoga kapitala s privatnom ponudom, dakle kao *private equity* fond i na određeno vrijeme od deset godina uz mogućnost produljenja za maksimalni dodatni rok od dvije godine.
2. FGS će isključivo ulagati u trgovačka društva koja imaju sjedište u Republici Hrvatskoj i koja isključivo ili pretežno obavljaju svoju djelatnost na području Republike Hrvatske.
3. HBOR djeluje kao kvalificirani ulagatelj u svoje ime, a za račun Vlade Republike Hrvatske.
4. Vlada Republike Hrvatske ulaže ukupno do najviše jednu milijardu kuna.
5. veličina FGS-a iznosi najmanje 150.000.000,00 kuna.
6. Za osnivanje FGS-a privatni ulagatelji zajednički moraju preuzeti obvezu uplate u iznosu od najmanje 75.000.000,00 kuna.

29 Tako Hotchkiss, E., Smith, D. C., Strömberg, P., op. cit.

30 Achleitner, A., Kaserer, C., op. cit., str. 4. Navode se primjeri *Texas Pacific Groupa*, kao *hedge* fonda koji se udružuje s *private equity* fondovima, zatim *UBS Global Asset Management* koji je 2005. u Njemačkoj osnovao *hedge* fond fondova koji ulaže u *private equity*, pa *Fortress and Partners Group* koji pod jednim krovnim fondom nude *hedge* i *private equity* fondove te upravitelja *private equity* fondova *AEA Investors* iz SAD-a koji se spojio s upraviteljem *hedge* fondova *Aetos Capital*, kako bi stvorili veću i snažniju platformu za rad.

31 Što se tiče „zakonodavno“ okvira tih fondova, Vlada Republike Hrvatske prvo je donijela Odluku o namjeri sudjelovanja u osnivanju fondova za gospodarsku suradnju (NN 8/10), zatim Pravilnik o uvjetima i postupku sudjelovanja Vlade Republike Hrvatske u osnivanju fondova za gospodarsku suradnju (NN 21/10, 42/12), Odluku o imenovanju kvalificiranog ulagatelja za sudjelovanje u osnivanju fondova za gospodarsku suradnju (96/10) te Pravilnik o sudjelovanju Vlade Republike Hrvatske u Fondovima za gospodarsku suradnju (NN 42/12, 138/12, 18/13 i 47/13), dok su danas na snazi Pravilnik o sudjelovanju Vlade Republike Hrvatske u Fondovima za gospodarsku suradnju (NN 47/13) i Odluka o sudjelovanju u fondovima za gospodarsku suradnju (NN 40/13).

7. Maksimalna obveza uplate Vlade Republike Hrvatske prema jednom FGS-u može iznositi do 30.000.000,00 kuna.

8. Jedno društvo za upravljanje može upravljati samo jednim FGS-om.

Taj je projekt rezultirao osnivanjem tri nova društva za upravljanje fondovima rizičnoga kapitala, a do 2011. godine osnovano je ukupno pet FGS-ova, koji su započeli s radom početkom 2011. godine.<sup>32</sup> Samim time, možemo zaključiti da je navedeni projekt dao dodatni vjetar u leđa industriji *private equity* fondova u Republici Hrvatskoj, a s obzirom na njegov cilj i svrhu jednim je dijelom otvorio prostor upravo ulaganjima u društva u poteškoćama.

Trenutačno u Republici Hrvatskoj posluje 21 društvo za upravljanje investicijskim fondovima, od kojih šest upravlja samo UCITS fondovima, šest samo AIF-ovima, a devet ih upravlja i UCITS fondovima i AIF-ovima. Od navedenih šest društava koja upravljaju samo AIF-ovima, četiri su specijalizirana za *private equity* fondove.<sup>33</sup> Ta društva trenutačno upravljaju sa šest *private equity* fondova i jednim *venture capital* fondom.<sup>34</sup>

Informacije radi, kako bi se stekao uvid u veličinu hrvatskoga *hedge* i *private equity* tržišta, ukupna vrijednost imovine pod upravljanjem *hedge* fondova u Republici Hrvatskoj 30.6.2018. iznosila je 513.988.417,50 kn, što je 14,45% vrijednosti imovine pod upravljanjem svih AIF-ova u Republici Hrvatskoj. Ukupna vrijednost neto imovine *private equity* fondova u Republici Hrvatskoj (zbirno za sve *private equity* fondove 30.6.2018., uključujući FGS-ove) iznosila je 1.110.356.247,59 kn, što je 31,23% vrijednosti imovine svih AIF-ova u Republici Hrvatskoj. Usporedbe radi, vrijednost imovine pod upravljanjem *hedge* fondova za euro zonu znatno se povećala od listopada 2017. do travnja 2018., za 9% i iznosi 494 milijarde eura,<sup>35</sup> a europska *private equity* industrija upravlja s otprilike 640 milijardi eura, dok na svjetskoj razini iznosi 2,8 trilijuna američkih dolara vrijednosti imovine pod upravljanjem *private equity* fondova.<sup>36</sup>

32 Do 2010. godine u Republici Hrvatskoj bila su osnovana dva društva za upravljanje fondovima rizičnog kapitala – *Quaestus Private Equity* d.o.o. i *Nexus Private Equity Partneri* d.o.o., a tada su osnovani *Prosperus Invest* d.o.o., *Honestas Private Equity Partneri* d.o.o. i *Alternative Private Equity* d.o.o.

33 To su *Quaestus Private Equity* d.o.o., *Prosperus Invest* d.o.o., *Honestas Private Equity Partneri* d.o.o. i *Inspire Investments* d.o.o. (društvo je osnovano 2016. godine).

34 Prema podacima iz Hanfinog registra (<https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/registri/alternativni-investicijski-fondovi/?page=2>), riječ je o fondovima *Honestas FGS - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom*, *Nexus ALPHA - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom*, *Nexus FGS - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom*, *Nexus FGS II - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom*, *Prosperus FGS - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom*, *Quaestus Private Equity Kapital II - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom* te *Inspire Fusion* otvoreni alternativni investicijski fond poduzetničkog kapitala (*venture capital*) s privatnom ponudom.

35 Prema podacima ESMA-e, ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No. 2, 2018. (ESMA 50-165-613).

36 Prema podacima <https://www.consultancy.uk/news/16266/private-equity-firms-see-assets-under-management-approach-3-trillion-mark> i <https://www.investeurope.eu/media/711867/>

Osnivanje *hedge* fondova u Republici Hrvatskoj krenulo je tek nakon implementacije AIFMD direktive u pravni sustav Republike Hrvatske i prvi takav fond osnovan je 2014. godine.<sup>37</sup> Trenutačno u Republici Hrvatskoj posluje ukupno 12 *hedge* fondova,<sup>38</sup> koji imaju različite strategije ulaganja, od *multy-strategy*, *global macro*, *macro hedge* do kombinacije *macro hedge* i *equity long bias* strategije, no nijedan od *hedge* fondova koji su osnovani i posluju u Republici Hrvatskoj u svojoj strategiji nemaju predviđenu mogućnost ulaganja u dugove/financijske instrumente društava koja imaju poteškoće u poslovanju ili dugove/financijske instrumente društava koja se restrukturiraju (*Distressed/Restructuring* strategija).

Prema podacima Hanfe, imovina hrvatskih *hedge* fondova ulaže se pretežno u dužničke vrijednosne papire (63,38 %), znatno manje u dionice (17,72 %), zanimljivo mnogo u novac na računu (čak 15,24 % !), minimalno u udjele u investicijskim fondovima (2,63 %), nešto u depozite (1,71 %) te gotovo ništa u izvedenice (0,29 %). Što se tiče ulaganja u društva u poteškoćama, šest *hedge* fondova uložilo je imovinu u dionice društava u poteškoćama koja su uvrštena na uređeno tržište ZSE, a riječ je o ukupno četiri društva u poteškoćama.<sup>39</sup> Slijedom navedenog, u ovom trenutku ne možemo govoriti o tomu da u Republici Hrvatskoj *hedge* fondovi aktivno sudjeluju u ulaganjima u društva u poteškoćama, a možemo zaključiti da im je struktura imovine pomalo neobična, s obzirom na iznimno visoki postotak ulaganja u dužničke vrijednosne papire i novac na računu, koji se tradicionalno smatraju sigurnijim oblikom ulaganja, što inače i nije tako karakteristično za *hedge* fondove.

[invest-europe-2017-european-private-equity-activity.pdf](#).

- 37 Prvi *hedge* fond osnovan u Republici Hrvatskoj je *Primus*, otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom, koji je osnovao UAIF *Locusta Invest* d.o.o. (danas je to UAIF *KD Locusta Fondovi* d.o.o.), rješenje Hanfe izdano je 12.9.2014. Pravilima fonda propisano je da je investicijski cilj fonda postizanje dugoročne kapitalne aprecijacije cijene udjela sukladno preuzetom riziku. Društvo će pokušati stvoriti apsolutni prinos, odnosno kapitalnu dobit ne ograničavajući se pri tome na pojedinu vrstu financijskih instrumenata za ostvarenje takvog prinosa. Da bi se postigao investicijski cilj, društvo će u upravljanju fondom upotrebljavati alternativnu investicijsku strategiju ulažući u sve dozvoljene vrste imovine, koristeći pritom tehnike za učinkovito upravljanje portfeljem (pozajmice na tržištu novca, repo poslove, kupnje i povratne prodaje vrijednosnih papira te zajma vrijednosnih papira). Takav pristup trebao bi dovesti do prinosa fonda koji nije uopće ili je manje koreliran prinosu dioničkih ili drugih indeksa.
- 38 Riječ je o sljedećim *hedge* fondovima: *Adria Value Fund* - otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom, *ICAM Outfox Macro Income Fund*, *ICAM Total Return*, *CGS Alpha* alternativni otvoreni investicijski fond s privatnom ponudom, *CGS Beta* alternativni otvoreni investicijski fond s privatnom ponudom, *CGS Gamma* alternativni otvoreni investicijski fond s privatnom ponudom, *Inspire Alpha* otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom, *Locusta Value I*, otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom, *Locusta Value III*, otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom, *Locusta Value IV*, otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom, *Primus*, otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom, *Anchor*, otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom (s time da je tom fondu 26.6.2018. pripojen *hedge* fond *Mooring* otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom, koji je osnovan 17.3.2017.)
- 39 To su društva *OT-Optima Telekom* d.d., *Dalekovod* d.d., *HTP Korčula* d.d., *HTP Orebić* d.d., dakle društva koja su u postupku predstečajne nagodbe, a od nedavno je i za jedno društvo u koje je uložena imovina jednog *hedge* fonda podnesen zahtjev za otvaranje stečajnog postupka.



Ovaj dio priče o ulaganju u društva u poteškoćama završit ćemo s podacima koji mogu dati uvid u stanje na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj u odnosu na ta društva. Prema podacima prikupljenima od Središnjeg klirinškog depozitarnog društva d.d. (dalje: SKDD), od 2008. do 2018. godine nad 187 društva koji su članovi izdavatelji SKDD-a otvoren je stečajni postupak. Najveći broj tih postupaka otvoren je 2012. godine (33), s time da su i 2010. i 2011. godine bilježile veći broj otvaranja stečajnih postupaka, 2010. ih je bilo 18, a 2011. ih je bilo 19, a u 2017. godini je nad 15 članova izdavatelja otvoren i postupak izvanredne uprave, prema odredbama tzv. *Lex Agrokor*.<sup>40</sup>

Istodobno, od tih 187 društava koja su se evidentno našla u ozbiljnim poteškoćama, 45 ih je imalo financijske instrumente (pretežno dionice) uvrštene na uređeno tržište ZSE i svi su ti financijski instrumenti od 2008. do 2018. izvršteni.<sup>41</sup> Dakle, upravo u razdoblju kada su FGS-ovi bili otprilike u etapi provođenja *due diligence* budućih ulaganja i ulaganja imovine, na ZSE nije nedostajalo društava u poteškoćama koja su mogla biti predmetom ulaganja kao ciljna društva. Osim toga, u tom su razdoblju otvarani i brojni predstečajni postupci.

Javno dostupni podatci o ulaganju *private equity* i *venture capital* fondova u Republici Hrvatskoj pokazuju:

- da su ti fondovi ulagali podjednako u dionička društva (njih 11) i društva s ograničenom odgovornošću (njih 14),
- da je od 11 dioničkih društava u koja su ulagali ti fondovi njih osam imalo financijske instrumente (prvenstveno dionice) uvrštene na ZSE,<sup>42</sup>
- da je od tih osam dioničkih društava (financijski instrumenti kojih su uvršteni na ZSE) pet bilo u postupku predstečajne nagodbe, a nad jednim je otvoren stečajni postupak,<sup>43</sup>
- da ti fondovi ulaze u vlasničku strukturu društava u koja ulažu te kao kontrolni mehanizam postavljaju svoje predstavnike (članove uprave UAIF-a ili zaposlenike UAIF-a) u nadzorni odbor tih društava, gotovo nikada u upravu.<sup>44</sup>

40 U 2008. godini stečajni postupak je otvoren nad sedam izdavatelja, 2009. nad 10, 2010. nad 18, 2011. nad 19, 2012. nad 33, 2013. nad 14, 2014. nad 16, 2015. nad 15, 2016. nad 16, 2017. nad 15 (+15 izvanredna uprava), te 2018. nad devet izdavatelja. Napomena: za potrebe ovog rada nije provjeravano otvaranje predstečajnih postupaka nad članovima izdavateljima SKDD-a (kojih je u trenutku provođenja istraživanja, kolovoz 2018., bilo 799), jer iz naziva tvrtke nije vidljiv taj podatak.

41 U odnosu na 15 društava zahvaćenih *Lex Agrokorom*, njih sedam nema financijske instrumente uvrštene na uređeno tržište ZSE, dok ih osam ima, a od tih osam za jedno su društvo dionice izvršene.

42 HTP Korčula d.d., HTP Orebić d.d., Hrvatska poštanska banka d.d., Drvna industrija Spačva d.d., Metronet telekomunikacije d.d., Vaba banka d.d., Centar banka d.d., Dalekovod d.d.

43 Postupak predstečajne nagodbe: HTP Korčula d.d., HTP Orebić d.d., Drvna industrija Spačva d.d., Metronet telekomunikacije d.d., Dalekovod d.d. Na dan 6.8.2018. prema podacima iz sudskog registra evidentirano da je za sva ta društva i odobrena predstečajna nagodba. Stečajni postupak: Centar banka d.d.

44 Iz javno dostupnih podataka o njihovim ulaganjima, na mrežnim stranicama tih društava (investicije/portfolio/ostvareni izlazi) ili iz medija, proizlazi da je bilo riječ o 27 ulaganja.



Na temelju tih podataka možemo zaključiti da hrvatski *private equity* fondovi ulažu u društva u poteškoćama financijski instrumenti kojih su uvršteni na ZSE te da nastoje doprinijeti uspješnom restrukturiranju tih društava.

#### **4. SUKOB INTERESA PRI ULAGANJU U DRUŠTVA U POTEŠKOĆAMA I ULOGA HANFE**

U svakom društvu postoje različiti interesi različitih dionika (*stakeholdera*), a situacija se može dodatno zakomplicirati kada se društvo nađe u poteškoćama. Pritom valja imati na umu ne samo različite dionike i njihove interese, nego i različitu regulativu koja uređuje prava i obveze tih dionika. Uspješno restrukturiranje društva u poteškoćama zahtijeva izvrsno poznavanje društva, svih dionika tog procesa i mjerodavne regulative te uspješno balansiranje različitih interesa kako bi se postigao optimalni cilj. Dionike društva u poteškoćama možemo podijeliti u sljedeće kategorije:<sup>45</sup>

- dioničari, a društvo može imati različite rodove dionica (redovne, povlaštene) pa imatelji različitih dionica mogu imati različite interese
- imatelji obveznica ili komercijalnih zapisa, koji predstavljaju dug toga društva
- imatelji drugih financijskih instrumenata kojih je društvo izdavatelj
- uprava društva, koja bi uvijek trebala voditi poslove društva pozornošću urednog i savjesnog gospodarstvenika<sup>46</sup>

---

Hanfini podatci potvrđuju da je riječ o 27 ulaganja *private equity* fondova i tri ulaganja *venture capital* fonda. Od 27 javno dostupnih podataka o ulaganjima (neovisno o vrsti fonda) usporedbom podataka s mrežnih stranica sudskog registra, utvrđeno da su ti fondovi ušli u vlasničku strukturu 11 društava (i to iznad 50 % udjela u temeljnom kapitalu, u pravilu od 55 % do 86 %) i u nadzorni odbor devet društava, a u upravu samo jednog društva. Za dva društva ulazak u vlasnički kapital ne možemo točno utvrditi jer su prikazani podatci o skrbničkom računu, ali to nije skrbnički račun na ime. Vidi <http://www.quaestus.hr/o-nama/rizicni-kapital/portfolio/>, <http://www.quaestus.hr/o-nama/rizicni-kapital/portfolio/ostvarenizlaz/>, <http://www.prosperus-invest.hr/content/investicije>, <http://www.inspire.investments.hr/category/investicije-hr/>, <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/sto-su-uopce-fgs-ovi-skegrinizum-koji-je-drzavi-zarobio-novac-u-agrokoru-20170728/print>, <https://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/fondovi-gospodarske-suradnje-u-krizi-su-pomogli-samo-7-tvrtki.-za-to-ih-je-drzavana-nagradila-sa-34-milijuna-kuna/4042593/>. Napominjemo da nisu sva ulaganja javno dostupna, a od Hanfe nisu traženi podatci o konkretnim ulaganjima.

45 Praktičan shematski prikaz dionika društva u poteškoćama, s njihovim interesima, dan je u Financial Restructuring Study 2015, op. cit., str. 19. Dionike restrukturiranja navodi i Aggarwal, S., op. cit., str. 52.

46 Tu obvezu propisuje čl. 252. Zakona o trgovačkim društvima (NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, dalje: ZTD). Izmjenama i dopunama ZTD-a iz 2015. godine, u ZTD su prvi put uvedene odredbe koje izravno uređuju sukob interesa. Čl. 248.a (i 429.a) propisuje da član uprave ne može bez suglasnosti nadzornog odbora sudjelovati u odlučivanju ili sklapanju pravnog posla ako:

1. je zastupnik po zakonu, zakonski zastupnik, prokurist ili punomoćnik druge ugovorne strane,
2. mu je druga ugovorna strana ili zastupnik po zakonu, zakonski zastupnik, prokurist ili

- zaposlenici društva, kojima je očuvanje posla i društva od presudne važnosti
- vjerovnici, koji mogu imati različite interese, već ovisno o vrsti (ugovornog) odnosa s društvom, trajanju tog odnosa, iznosu duga, njihovom položaju u slučaju predstečaja, stečaja, likvidacije društva
- poslovni partneri društva (dobavljači, kupci i dr.), koji se također mogu naći u poziciji vjerovnika, a i njihovi interesi mogu biti različiti opet ovisno o vrsti (ugovornog) odnosa s društvom, trajanju tog odnosa, iznosu duga, njihovom položaju u slučaju predstečaja, stečaja, likvidacije društva
- *private equity/hedge* fondovi kao ulagatelji u društvo
- država, ne samo zbog naplate svih potrebnih davanja, nego i očuvanja radnih mjesta, te kao jedan od vjerovnika ili partnera.

U odnosu na mjerodavnu regulativu, treba poznavati i voditi računa o odredbama ZTD-a, SZ-a, različitih sektorskih propisa, poput ZAIF-a i ZTK kada su u pitanju *private equity* i *hedge* fondovi, kao i *lex specialis* koji za neko društvo može propisivati vlastite posebnosti.

Međutim, važno je naglasiti da različitost i suprotnost interesa navedenih dionika ne znači i ne podrazumijeva ujedno i sukob interesa. Nesporno je da njihovi interesi mogu biti, a često sigurno i jesu, različiti, pa i suprotstavljeni. No, sukob interesa, posebice imajući u vidu odnose na tržištu kapitala, postoji tek u situaciji u kojoj je jedna osoba dužna odlučiti kako će postupiti, i to isključivo u interesu druge osobe, a taj njen izbor ujedno utječe/ima posljedice i na njene vlastite interese (sukob interesa i dužnosti) ili na interese drugih/trećih osoba, čije je interese ta osoba, također, dužna štiti (sukob dužnosti).<sup>47</sup> Stoga je transparentnost svih uključenih, a posebice onih koji vode postupak restrukturiranja presudna i važno je omogućiti, koliko je god to moguće, razumno i potrebno, sučeljavanje različitih interesa svih dionika radi rješavanja poteškoća koje su zadesile društvo, kako bi se ono spasilo.<sup>48</sup>

Uzevši u obzir prethodno spominjanu specifičnost hrvatskoga financijskog tržišta, pa tako i tržišta kapitala, koje karakteriziraju bankocentričnost i univerzalno bankarstvo, kao i činjenicu da su u Republici Hrvatskoj banke povezane s društvima za upravljanje, bilo kao jedan od osnivača ili kao depozitar fondova kojima upravlja

---

punomoćnik druge ugovorne strane srodnik po krvi u pravoj liniji do bilo kojeg stupnja, a u pobočnoj liniji do drugog stupnja ili mu je bračni drug, izvanbračni drug ili srodnik po tazbini do drugog stupnja, bez obzira na to je li brak prestao ili nije, ili je posvojitelj ili posvojenik druge ugovorne strane, njezina zastupnika po zakonu, zakonskog zastupnika, prokurista ili punomoćnika,

3. vezano uz pravni posao o kojem se odlučuje ili se sklapa postoji sukob interesa između člana uprave i društva.

47 Tako Derenčinović Ruk, M., *Razvoj i pravno uređenje sukoba interesa i instituta usklađenosti na hrvatskom tržištu kapitala*, doktorska disertacija, 2016., str. 199.

48 O sukobu interesa društava u poteškoćama općenito, pa i u čije su restrukturiranje uključeni *private equity* i *hedge* fondovi vidi Miller, H. R., *Restructuring under a microscope: Cautionary tales for directors and officers in "distressed land"*, *Navigating in Today's Environment: The Directors' and Officers' Guide to Restructuring*; *Financial Restructuring Study 2015*, op. cit., str. 19.; Gilson, S., op. cit., str. 30.; Rosenberg, R. J., Riela, M. J., op. cit., str. 3.; Lemmon, M., Yung-Yu, M., Tashjian, E., op. cit.; a o različitim interesima sudionika stečajnog plana pišu i Miladin, P., Markovinović, H., op. cit., str. 76.

društvo, kao tipičan primjer sukoba interesa nameće se situacija u kojoj banka (kao majka) kroz fondove želi riješiti svoje loše plasmane, pa *private equity* ili *hedge* fond ulaže u društvo u poteškoćama ne bi li ga spasilo. Takav se slučaj sukoba interesa može dodatno potencirati u izlaznoj etapi, ako primjerice dođe do inicijalne ili sekundarne javne ponude financijskih instrumenata tog društva, a investicijski savjetnici, brokери ili pokrovitelji/aranžeri izdanja povezani su s bankom i *private equity* ili *hedge* fondom.

Međutim, takav slučaj sukoba interesa u Republici Hrvatskoj se, barem za sada, teže može realizirati, jer od šest UAIF-ova koji upravljaju samo AIF-ovima, niti jedan nije vlasnički povezan s nekom od banaka u Republici Hrvatskoj. Doduše, moguć je istovjetan slučaj, ali u kojem je osnivač UAIF-a pravna ili fizička osoba koja, zbog personalne, kapitalne ili kakve treće povezanosti s trećom osobom utječe na UAIF da putem *private equity* ili *hedge* fonda ulaže u društvo u poteškoćama povezano s tom trećom osobom, ne bi li ga spasilo.

Međunarodna organizacija komisija za vrijednosne papire IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) proteklih se dvadesetak godina podosta bavila sukobom interesa različitih sudionika tržišta kapitala, pa je tako 2009. godine izradila konzultacijski dokument o sukobu interesa *private equity* fondova u kojem navodi neke od pojavnih oblika sukoba interesa koji se javljaju u njihovom poslovanju.<sup>49</sup> Sukob interesa je moguć u različitim oblicima u svim etapama životnog ciklusa *private equity* fonda, od prikupljanja obveza i sredstava, preko etape ulaganja, zatim etape upravljanja ulaganjima do izlazne etape.<sup>50</sup>

U etapi prikupljanja obveza i sredstava sukobi interesa su ponajprije mogući između ulagatelja u fond te ulagatelja i UAIF-a, zbog preferiranja određenih ulagatelja (tzv. engl. *most favoured nation clause*), dogovora UAIF-a s financijskim posrednicima oko provizija, naknada i pogodnosti pri nuđenju udjela fonda, kao i zbog veličine fonda i s time povezanih naknada, no ne i u odnosu na ulaganje u neko društvo u poteškoćama, jer se tada takva ulaganja još ne razmatraju u toj mjeri, nego samo na razini ideje (u smislu sektorske orijentacije i sl.).

U etapi ulaganja moguć je sukob interesa između UAIF-a i AIF-a ako UAIF pruža određene usluge društvu u koje ulaže (primjerice usluge savjetovanja, analize, kasnije pokroviteljstva izdanja u javnoj ponudi i sl.) i naplaćuje ih, a prihod od toga ostvaruje UAIF, a ne AIF, premda je riječ o prihodima koji su ostvareni za potrebe ulaganja imovine AIF-a.<sup>51</sup> Također je moguć sukob interesa između dva ili više AIF-a kojima upravlja isti UAIF, a čije su investicijske strategije slične ili se uvelike podudaraju. Tada UAIF mora odlučiti koji će AIF imati prednost, što se, u pravilu, određuje prema pravilu koji je AIF stariji.<sup>52</sup> Već je bilo riječi i o biranju ulaganja na temelju kapitalne ili personalne povezanosti UAIF-a s trećim osobama, što na malim i bankocentričnim tržištima može rezultirati sukobom interesa jer se ulaže u neko

49 IOSCO, *Private Equity Conflicts of Interest (Consultation Report)*, 2009.

50 Detaljnije o tim pojavnim oblicima vidi i u Derenčinović Ruk, M., op. cit., str. 374 – 378.

51 IOSCO, *Private Equity*, op. cit., str. 14. Slično i Frase, D., *Law and Regulation of Investment Management*, 2. Izd., 2011., London, Rbr. 20-020.

52 Tako i Spangler, T., *The Law of Private Investment Funds*, 2. izd., 2012, Oxford, Rbr. 8.48., kao i Frase, D., op. cit., Rbr. 20-020.

društvo (u poteškoćama) u prvom redu vodeći se interesom tih povezanih osoba i „spašavanjem“ njihova plasmana, a ne samoga AIF-a, to jest ulagatelja. U toj etapi, također, treba paziti na potencijalni sukob interesa koji mogu imati i suradnici UAIF-a, poput savjetnika. Naime, u inozemnoj su praksi česti tzv. *advisory boards*, koji savjetovanjem znatno pomažu UAIF-u u upravljanju AIF-om, posebice pri traženju i izboru prikladnih ulaganja. U tim slučajevima ugovorom koji se sklapa između UAIF-a i savjetnika (*advisory agreement*) treba utanačiti postupanja koja sprječavaju nastanak sukoba interesa između savjetnika i s njima povezanih osoba s jedne strane te UAIF-a i/ili AIF-a s druge. Pored navedenoga, u praksi se često propisuje i da UAIF mora osigurati da povezane osobe ne ulažu u društvo u koje AIF, nakon razmatranja ulaganja, ipak nije uložio. Nadalje je moguć sukob interesa u slučaju tzv. *rescue financinga*, kada je društvu iz portfelja AIF-a potreban dodatni kapital koji taj AIF više nema, jer je pri kraju svoga životnog ciklusa, pa s kapitalom „uskače“ drugi AIF kojim upravlja isti UAIF. U tom se slučaju moraju točno i jasno odrediti uvjeti financiranja, te se mora osigurati da drugi AIF ne služi samo spašavanju navedene investicije prvog AIF-a, nego da takva investicija odgovara i njegovoj investicijskoj strategiji i ciljanoj strukturi.<sup>53</sup> Sukob interesa moguć je i zbog tzv. *co-investments*, kada članovi uprave UAIF-a (koji su često i osnivači UAIF-a) imaju pravo sudjelovati u investicijama AIF-a, što može biti vrlo korisno i poticajno jer jača povjerenje ulagatelja.<sup>54</sup> No, jednako tako to može dovesti do *cherry pickinga*.<sup>55</sup> Moguć je i *co-investment* pojedinih ulagatelja u vezi s konkretnim investicijama AIF-a, pri čemu valja voditi računa o tomu da se određeni ulagatelji ne favoriziraju na račun drugih.<sup>56</sup>

U etapi upravljanja ulaganjima treba paziti na razne naknade koje se naplaćuju AIF-u (*director's fees, monitoring fees, consultancy fees*), jer one moraju biti transparentne i jasne, te ne smiju ići na štetu AIF-a.<sup>57</sup> Tu je, posebice kada su u pitanju društva u poteškoćama, iznimno važno pitanje imenovanja ključnih osoba u društvima u koja AIF ulaže – bilo u upravu ili nadzorni odbor. Naime, te osobe najčešće dolaze iz samog UAIF-a, pa se postavlja pitanje njihove lojalnosti i sukoba interesa, jer one imaju fiducijarne dužnosti prema društvu u koje su postavljene kao članovi uprave ili nadzornog odbora, ali i prema UAIF-u, to jest prema AIF-u (jer ta društva predstavljaju ulaganje AIF-a).<sup>58</sup> Situacija se može dodatno zakomplikirati ako određeni dioničari

53 IOSCO, *Private Equity*, op. cit., str. 15.

54 Tako i Spangler, T., op. cit., Rbr. 8.46.

55 IOSCO, *Private Equity*, op. cit., str. 16. Tako i Frase, D., op. cit., Rbr. 20-020. *Cherry picking* označava situaciju u kojoj društvo izabire najprofitabilnije financijske instrumente za svoj vlastiti račun, dok na račune investicijskih fondova ili ulagatelja/klijenata alocira manje atraktivne, manje profitabilne ili čak neprofitabilne financijske instrumente.

56 Ibid. str. 16 – 17.

57 Ibid. str. 17.

58 Tako i Aggarwal, S., op. cit., str. 51., 53 – 54. Posebno napominjemo da je odredbama ZOIFJP i ZAIF-a predviđeno da su društvo za upravljanje, članovi njegove uprave, nadzornog odbora i prokuristi dužni:

1. u obavljanju svoje djelatnosti, odnosno svojih dužnosti, postupati savjesno i pošteno te u skladu s pravilima struke
2. u izvršavanju svojih obveza postupati s pažnjom dobrog stručnjaka
3. postupati u najboljem interesu UCITS fondova i ulagatelja u UCITS fondove kojima

društva u poteškoćama imaju pravo birati neke članove uprave društva, zbog čega članovi uprave mogu zanemariti svoje (fiducijarne) dužnosti prema društvu i među članovima uprave dođe do sukoba interesa, koji se nadovezuje i na sukob interesa među dioničarima. U tom se smislu posebna pozornost mora posvetiti i povlaštenim informacijama, *front runningu*<sup>59</sup> te manipulaciji tržištem.<sup>60</sup> Kada se u portfelju AIF-a nalazi društvo za koji postoje naznake da se ulaganje neće uspješno realizirati, moguće je da UAIF više ne posvećuje dovoljno pažnje tom ulaganju i zanemari ga, odnosno sve ljudske resurse preusmjeri na neko drugo uspješnije ulaganje, što može štetiti interesima AIF-a i ulagatelja.<sup>61</sup>

- upravljaju, kao i štiti integritet tržišta kapitala (čl. 47. st. 1. ZOIFJP i čl. 52. st. 1. ZAIF). Navedeni propisi, dakle, pred upravu UAIF-a stavljaju viši standard pažnje od onog iz ZTD-a, pažnju dobrog stručnjaka, jer je riječ o licenciranim profesionalcima.
- 59 *Front Running* označava situaciju kada osoba zlorabljuje informacije u vezi s još neizvršenim nalogima ulagatelja/klijenta, iako je dužna poduzeti sve razumne postupke u svrhu sprječavanja zlorabljenja takvih informacija. Naime, osoba ne smije, nakon što zaprimi nalog ulagatelja/klijenta, a prije no što ga izvrši, s ciljem da preduhitri izvršenje ulagateljeva/klijentova naloga, kupiti (veću) količinu financijskih instrumenata na koje se ti nalozi odnose, kako bi ih potom skuplje prodala ulagatelju/klijentu i na tome nepovlasno zaradila. Osoba, također, ne smije na tržištu brzo prodati svoje financijske instrumente, prije no što izvrši veću količinu ulagateljevih/klijentovih naloga za prodaju financijskih instrumenata kojima će cijena, s obzirom na okolnosti, padati i koji će se, stoga, prodati jeftinije od onoga što je osoba zaradila za svoje financijske instrumente (što osobito dolazi do izražaja kod financijskih instrumenata koji su likvidniji i atraktivniji na tržištu). Tako Derenčinović Ruk, M., op. cit., str. 332.
- 60 IOSCO, *Private Equity*, op. cit., str. 18. Tako i Spangler, T., op. cit., Rbr. 8.49. Manipulacija tržištem je kazneno djelo zlouporabe tržišta kapitala (čl. 260. Kaznenog zakona, NN 125/11, 144/12, 56/15, 61/15 i 101/17):
- (1) Tko suprotno propisima o tržištu kapitala:
    1. obavi transakciju ili da nalog za trgovanje ili obavi bilo koji drugi postupak koji daje ili bi mogao dati neistinite ili obmanjujuće znakove o ponudi, potražnji ili cijeni financijskih instrumenata ili povezanog promptnog ugovora za robu ili drži cijenu jednog ili više financijskih instrumenata ili povezanog promptnog ugovora za robu na neuobičajenoj ili umjetnoj razini,
    2. pri sklapanju transakcije ili davanju naloga za trgovanje ili pri bilo kojoj drugoj aktivnosti ili postupku koji utječe na cijenu jednog ili nekoliko financijskih instrumenata ili povezanog promptnog ugovora za robu upotrebljava fiktivne postupke ili druge oblike obmane ili prijevare,
    3. širi informacije putem medija, internetom ili bilo kojim drugim načinom ili sredstvom kojim daje ili bi mogao davati neistinite ili obmanjujuće znakove glede ponude, potražnje ili cijene financijskih instrumenata ili povezanog promptnog ugovora za robu ili održava cijenu jednog ili nekoliko financijskih instrumenata ili povezanog promptnog ugovora za robu na neuobičajenoj ili umjetnoj razini kada osobe koje su proširile informaciju stječu, za sebe ili drugu osobu, prednost ili korist od širenja dotičnih informacija ili financijskih instrumenata, uključujući širenje glasina i neistinitih ili obmanjujućih vijesti,
    4. prosljeđuje ili daje neistinite ili obmanjujuće informacije ili osnovne podatke ili bilo kojim drugim postupkom manipulira izračunom referentnih vrijednosti, kaznit će kaznom zatvora od šest mjeseci do pet godina.
  - (2) Ako je postupanjem iz stavka 1. ovoga članka pribavljena imovinska korist velikih razmjera ili je drugome prouzročena imovinska šteta velikih razmjera, počinitelj će se kazniti kaznom zatvora od jedne do osam godina.
- 61 Ibid. str. 19. Tako i Spangler, T., op. cit., Rbr. 8.49. te Tako i Aggarwal, S., op. cit., str. 57.

U izlaznoj etapi sukob interesa je moguć kod produljenja roka trajanja fonda. Naime, UAIF može nastojati produljiti rok trajanja AIF-a kako bi i dalje ostvarivao naknade i provizije, premda nema realnog opravdanja za takvo produljenje.<sup>62</sup> Moguće je i da UAIF nerealno, odnosno pretjerano vrednuje imovinu AIF-a kako bi naplatio veće naknade.<sup>63</sup> Problematično može biti i vrijeme izlaska iz konkretnog ulaganja, osobito ako je riječ o ulaganju u kojem sudjeluje više AIF-ova pod upravljanjem istog UAIF-a, a svaki od AIF-ova ima drukčiji životni ciklus pa time i drukčiji ciklus ulaganja. No, izlazak iz konkretnog ulaganja za jedan AIF može biti nepovoljan za drugi AIF koji je na početku ili u sredini ulagačkog ciklusa.<sup>64</sup>

Kada su u pitanju *hedge* fondovi, prethodno navedeni primjeri uvelike su primjenjivi i na njih, s time da sukob interesa kod njih može nastati i zbog činjenice da su oni u pravilu kratkoročni ulagatelji, koji što prije nastoje ostvariti profit, a to ne mora nužno biti u interesu društva koje je u poteškoćama (niti njegovih dioničara, vjerovnika, zaposlenika i ostalih).

U mnogim se od navedenih slučajeva situacije sukoba interesa između ulagatelja i AIF-a te UAIF-a i AIF-a mogu izbjeći ili se barem njima kvalitetno može upravljati,<sup>65</sup> za početak, jasnim određivanjem načina i uvjeta ponašanja u dokumentaciji AIF-a, a podredno i razotkrivanjem sukoba interesa. Naime, riječ je AIF-ovima koji u pravilu nemaju velik broj ulagatelja i kod kojih je, stoga, prisutan blizak i neposredan odnos između UAIF-a i ulagatelja pa se redovitom komunikacijom i transparentnošću, a osobito i kroz povjereničke odbore, u koje ulaze predstavnici ulagatelja, mogu riješiti mnoge potencijalno problematične situacije. Kada je u pitanju sukob interesa među najrazličitijim kategorijama dionika društva u poteškoćama i AIF-a, tada je situacija složenija, no razotkrivanje i transparentnost su pravi put upravljanja takvim sukobima interesa.

Kao jedan od mehanizama sprječavanja ili upravljanja sukobom interesa, UAIF može ustrojiti i tzv. *conflict clearance* funkciju, koja prati potencijalnu transakciju/posao od početka do kraja (od ideje, njenog razvoja do implementacije), kako bi se identificirali i riješili potencijalni rizici i sukobi interesa. U Republici Hrvatskoj ustrojavanje takvih funkcija nije praksa, pogotovo ne kod UAIF-ova koji su specijalizirani za *private equity* fondove, jer je mahom riječ o malim društvima s malim brojem zaposlenih (manje od 10), pa je takvo što dodatni trošak. Mnogi sudionici na tržištu kapitala već sada koriste procjene sukoba (interesa) novih poslova (ulaganja) i proizvoda, kako bi se smanjili njihovi troškovi, odredila kompleksnost i vremenski okvir implementacije novog proizvoda. Prije sklapanja novih poslova provjerava se sukob interesa u odnosu na drugu stranu i ako postoji, ugovor se ne sklapa. Za mnoga su društva takve procjene sukoba (interesa) novih poslova i proizvoda dio poslovnog planiranja i implementacijske etike društva, a u tim procjenama sudjeluju službenici

62 IOSCO, *Private Equity*, op. cit., str. 20.

63 Ibid. str. 20 – 21.

64 Ibid. str. 21. Tako i Spangler, T., op. cit., Rbr. 8.47.

65 Kao strategije za izbjegavanje, sprječavanje i upravljanje sukobom interesa razlikuju se organizacijske mjere (*chinese walls, watch list, restricted list, conflict list...*), razotkrivanje sukoba interesa (*disclosure*) te izbjegavanje postupanja (*removing, refraining*) – više o tomu vidi Derenčinović Ruk, M., op. cit., str. 297 – 300.



za usklađenost (engl. *compliance officer*), osobe zadužene za upravljanje rizicima (engl. *risk manager*), ponekad pravnici i osoblje zaduženo za financije i IT te često članovi višega rukovodstva društva.<sup>66</sup>

Budući da Hanfa, kao nadzornik i regulator hrvatskog tržišta kapitala, nadzire poslovanje investicijskih fondova i društava koja njima upravljaju, kao i uređenog tržišta (ZSE) na kojem kotiraju financijski instrumenti izdavatelja koji mogu biti u teškoćama, u nastavku se razmatraju neka pitanja koja bi Hanfa mogla uzimati u obzir:

- izvori financiranja društava u poteškoćama, zbog prethodno spominjane i opisane povezanosti (kapitalne, personalne) UAIF-a s osnivačem ili drugim izvorom financiranja društava u problemima (primjerice društvo u poteškoćama A svojedobno je dobilo kredit od banke B, a zatim AIF C (koji je povezan s bankom B ili u njenom vlasništvu) ulaže u društvo A),
- nastavno na prethodno - detektiranje i analiza svih mogućih oblika povezanosti izvora financiranja i društava u poteškoćama s AIF-ovima (poslovne odluke, transakcije i općenito svi oblici povezanosti između fizičkih/pravnih osoba u upravama ili nadzornim odborima ili drugih relevantnih osoba između AIF-a i društava u poteškoćama),
- provjera jesu li većinski dioničari interesno povezani s mogućim ulagateljima (i depozitarom),
- kontrola procesa odlučivanja o ulaganjima – provjera procesa i načina odlučivanja o ulaganjima AIF-a, posebice dokumentacije o radu povjereničkih odbora (rasprave i njihova komunikacija), je li se o ulaganjima u društva u poteškoćama razmišljalo i kada takvih poteškoća nije bilo,
- općenito kontrola informiranosti ulagatelja, osobito o dokumentiranosti procesa donošenja investicijske odluke (npr. koji su daljnji planovi ulaganja: realizacija hipoteka, oživljavanje društva u poteškoćama i ostajanje u njemu ili planiranje izlaza nakon restrukturiranja, traženje novih partnera; troškovi postupka, osnivanje društva posebne namjene (*special purpose vehicle*, SPV) radi realizacije ulaganja, usluge odvjetnika, izbor i izrada stečajnog plana, kvalitetan *due diligence*...) sve kako bi se izbjeglo da se kasnije u poslovanju društva i/ili AIF-a pojavljuju „repovi“ i naknadni sudski postupci koji vremenski i troškovno opterećuju cijeli postupak,
- odnos s (pred)stečajnim upraviteljem i postojećim dioničarima (informiranost) i ima li nekih specifičnosti postupka nad društvom u poteškoćama prema *lex specialis*,
- uloga revizora i kolanje informacija (eventualno „curenje“ i vrijeme „curenja“ informacija), a osobito ako su revizori AIF-a (bili) isti kao i revizori društva u poteškoćama,
- pitanje kolanja/objave povlaštenih informacija (npr. na sjednici povjereničkog odbora donosi se odluka o ulaganju u društvo A i odmah toga dana neke osobe koje su očito dobile informaciju od osoba koje su bile prisutne na toj sjednici rade transakcije s financijskim instrumentima društva A. To mogu biti osobe iz UAIF-a/AIF-a, ali i predstavnici ulagatelja) te

66 Tako Derenčinović Ruk, M., op. cit., str. 405.

- interni akti UAIF-a u odnosu na ulaganja i sukob interesa, no nikada ne smije provjeravati samo akte, nego postupa li se u skladu s njima, a kako je to u prethodnim točkama primjerice navedeno.

Prema navedenim točkama jasno je da Hanfa ne može ulaziti u privatnopravne odnose dioničara/ulagatelja/AIF-a, nego se mora držati svojih javnopravnih ovlasti. Samim time Hanfa ne može provjeravati odnose i sukob interesa između dioničara međusobno, između dioničara i društva, uprave i društva, unutar uprave društva u poteškoćama i dr., jer je riječ o privatnopravnim odnosima koji se u privatnopravnoj sferi trebaju i rješavati. Hanfa mora paziti na integritet tržišta kapitala i zakonito poslovanje svojih subjekata nadzora.

## 5. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Restrukturiranje društava u poteškoćama za Republiku Hrvatsku nedvojbeno je već neko vrijeme aktualna tema, i u ovom je radu razmatrana s aspekta tržišta kapitala, kao alternativnog izvora financiranja. Pritom su u radu prikazani i analizirani samo pojedini aspekti tržišta kapitala – ulaganje u društva u poteškoćama financijski instrumenti kojih su uvršteni (kotiraju) na uređeno tržište ZSE i to od strane *private equity* i *hedge* fondova. Od vanjskih čimbenika koji utječu na ulaganje u takva društva, u kontekstu Republike Hrvatske ističu se stupanj razvoja i stanje na tržištu kapitala te pravno i ekonomsko okruženje. Naime, nesporno je da je hrvatsko tržište kapitala znatno manje, gotovo neusporedivo prema takvim tržištima u zapadnoeuropskim zemljama, a kamoli tek u SAD-u. Ono je, također, i znatno mlađe, pa mu treba vremena da evoluiru, zajedno sa svim sudionicima toga tržišta. Što se tiče pravnog okruženja, ono u formalnopravnom smislu slijedi regulativu EU, koja je tu pod utjecajem prava SAD-a, no i dalje ne nudi sve mehanizme koji već godinama postoje na razvijenim tržištima i to može biti jedna od prepreka aktivnijem i važnijem ulaganju u društva u poteškoćama na tržištu kapitala. Međutim, to nikako ne znači da Republika Hrvatska automatski mora preuzeti sva rješenja izvana i transplantirati ih u svoj pravni sustav, jer su mnoga strana rješenja našem sustavu još uvijek neprimjerena, upravo zbog našega kasnijeg starta u razvoju.

Pri ulaganju u društva u poteškoćama na tržištu kapitala mora se voditi računa o privatnopravnim i javnopravnim aspektima takvog ulaganja. Privatnopravni uključuju odnose i sukob interesa između dioničara međusobno, između dioničara i društva, uprave i društva, unutar uprave društva u poteškoćama i dr., i ti odnosi i problemi do kojih u njima može doći trebaju se rješavati u privatnopravnoj sferi, između uključenih osoba, uz mehanizme koje im za to nude mjerodavni propisi. Javnopravni aspekti uključuju zakonito poslovanje sudionika na tržištu kapitala, transparentnost toga tržišta i očuvanje njegova integriteta. To su aspekti o kojima vodi računa nadzornik i regulator tržišta kapitala.

Kada je u pitanju sukob interesa pri takvim ulaganjima, njega ne treba miješati i poistovjećivati s različitim ili suprotstavljenim interesima različitih uključenih dionika, nego se uvijek treba zapitati postoji li sukob, koji je to sukob i kojih interesa. UAIF (tj. njegova uprava) u obavljanju svoje djelatnosti mora postupati savjesno i

pošteno te u skladu s pravilima struke, postupati s propisanim stupnjem pažnje te u najboljem interesu AIF-ova i ulagatelja, kao i štititi integritet tržišta kapitala, što bi trebalo pridonijeti sprječavanju sukoba interesa pri ulaganju općenito, pa i u društva u poteškoćama. No unatoč tomu sukob interesa je moguć i ako do njega dođe, UAIF ulagateljima treba unaprijed proklamirati kako će tada postupati, s time da je najčešći slučaj upravljanja sukobom interesa tada njegovo razotkrivanje ulagateljima.

Podatci prikupljeni prilikom u ovom radu pokazuju da hrvatski *private equity* fondovi ulažu u društva u poteškoćama na tržištu kapitala i da nastoje doprinijeti uspješnom restrukturiranju tih društava, dok hrvatski *hedge* fondovi, unatoč tomu što ih je više, uopće ne koriste strategije koje ovise o događajima (*Event Driven*), niti se bave ulaganjima u društva u poteškoćama (*Distressed/Restructuring*). No, ponavljamo, hrvatsko je tržište kapitala mlado i ima potencijala za razvoj takvog segmenta ulaganja, što može biti korisno i za fondove, kao ulagatelje u takva društva, i za društva u poteškoćama, jer, između ostaloga, omogućava rješavanje problema na privatnopravnoj osnovi, brže, jednostavnije i učinkovitije, uz lakši pristup financiranju te korištenje specifičnih znanja upravitelja fondova.

#### LITERATURA

##### Knjige

1. Frase, Dick, *Law and Regulation of Investment Management*, 2. Izd., 2011., London
2. Spangler, Timothy, *The Law of Private Investment Funds*, 2. Izd., 2012, Oxford
3. Derenčinović Ruk, Morana, *Razvoj i pravno uređenje sukoba interesa i instituta uskladenosti na hrvatskom tržištu kapitala*, doktorska disertacija, Zagreb, 2016.

##### Članci

1. Braut Filipović, Mihaela, Derenčinović Ruk, Morana, Grković, Nikolina, *Alternative investment funds and their role in portfolio companies – state of art in Croatian law and practice*, Zbornik radova sa skupa *18th International Scientific Conference on Economic and Social Development – „Building resilient society“*, str. 234 - 244.
2. Mijatović, Nikola, Špoljarić, Danko, *Teorijsko određenje i pravno uređenje hedge fondova*, Zagreb, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 61., no. 3., 2011., str. 897 – 926.
3. Miladin, Petar, *Trgovina financijskim instrumentima (vrijednosnim papirima, efektima)*, u: *Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala*, Zagreb, Zbornik radova, 2013., str. 469 – 561.
4. Miladin, Petar, Markovinović, Hrvoje, *Stečajni plan i nagodba u postupku izvanredne uprave*, Zbornik Susreta pravnika Opatija '18., str. 70 – 73.

##### Vrela s interneta

1. Achleitner, Ann-Kristin, Kaserer, C., *Private Equity Funds and Hedge Funds: A Primer*, Center for Entrepreneurial and Financial Studies, CEFS Working Paper No. 2005-03, 2005. ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1109100](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1109100), 28.7.2018.)
2. Aggarwal, Shalini, *Private Company Restructuring: Conflicts of Interest Between Various Stakeholders*, *The Journal of Private Equity*, vol. 6, no. 2., 2003., str. 51 – 60 ([https://www.jstor.org/stable/43504259?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/43504259?seq=1#page_scan_tab_contents), 7.8.2018.)
3. Allaire, Yvan, *The Case for and Against Activist Hedge Funds*, Institute for governance

- of private and public organizations, 2015. ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2613154](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2613154), 28.7.2018.)
4. Anbar, Ademi, Hedge Funds and Effects of Hedge Funds on Financial System, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: XXVI, Sayı: 1, 2009., str. 415 - 442 ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1729736](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1729736), 28.7.2018.)
  5. DePonte, Kelly, An Overview of the Private Equity Distressed Debt and Restructuring Markets, *The Guide to Distressed debt & Turnaround Investing* ([http://probitaspartners.com/pdfs/distressed\\_debt\\_kd\\_2006.pdf](http://probitaspartners.com/pdfs/distressed_debt_kd_2006.pdf), 28.7.2018.)
  6. ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, no. 2, 2018. (ESMA 50-165-613)
  7. Ganchev, Alexander, Hedge Funds - Evolution and Perspectives, *Narodnostopanski arhiv*, 4, 2015., str. 37 - 46 ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2746094](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2746094), 28.7.2018.)
  8. Gilson, Stuart, Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 24., no. 4., 2012. ([https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis\\_1ffcaae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf](https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis_1ffcaae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf), 4.8.2018.)
  9. Hotchkiss, Edith, Smith, David C., Strömberg, Per, Private Equity and the Resolution of Financial Distress, 2011. ([https://gsm.ucdavis.edu/sites/main/files/file-attachments/hotchkiss\\_smith\\_stromberg\\_april\\_2011.pdf](https://gsm.ucdavis.edu/sites/main/files/file-attachments/hotchkiss_smith_stromberg_april_2011.pdf), 28.7.2018.)
  10. Jain, Sameer, What are Hedge Funds?, UBS Alternative Investments, 2011. ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1773947](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1773947), 28.7.2018.)
  11. Jain, Sameer, Investment Strategies, Investing in Distressed Debt, *Alternative Investment Analyst Review*, vol. I, izd. 2, 2012. ([https://caia.org/sites/default/files/alternative\\_investment\\_analyst\\_review\\_q2\\_2012.pdf](https://caia.org/sites/default/files/alternative_investment_analyst_review_q2_2012.pdf), 28.7.2018.)
  12. Kameni, Enga, Corporate Governance Implications of the Regulation of Hedge Funds in the Aftermath of the Financial Crisis, 2010. ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1682308](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1682308), 28.7.2018.)
  13. Kucher, Andreas B., Meitner, Matthias, Private Equity for distressed companies in Germany, *The Journal of Private Equity* vol. 8. no. 1., 2014. ([https://www.jstor.org/stable/43503397?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/43503397?seq=1#page_scan_tab_contents), 28.7.2018.)
  14. Lehmann, Alexander, Risk reduction through Europe's distressed debt market, *Policy Contribution*, Issue No. 2., 2018. ([http://bruegel.org/wp-content/uploads/2018/01/PC-02\\_2018-100118.pdf](http://bruegel.org/wp-content/uploads/2018/01/PC-02_2018-100118.pdf), 4.8.2018.)
  15. Lemmon, Michael, Yung-Yu, Ma, Tashjian, Elizabeth, Survival of the fittest? Financial and economic distress and restructuring outcomes in Chapter 11, 2009. (<http://w4.stern.nyu.edu/finance/docs/pdfs/Seminars/091w-lemmon.pdf>, 4.8.2018.)
  16. Lim, Jongha, The Role of Activist Hedge Funds in Financially Distressed Firms, 2010. ([https://business.uc.edu/content/dam/business/departments/finance/docs/Jongha%20Lim\\_JobMarketPaper\\_111910.pdf](https://business.uc.edu/content/dam/business/departments/finance/docs/Jongha%20Lim_JobMarketPaper_111910.pdf), 28.7.2018.)
  17. Lim, Jongha, The Role of Activist Hedge Funds in Financially Distressed Firms, *Journal of financial and quantitative analysis*, vol. 50. no. 6, 2015., str. 1321 - 1351 ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2285884](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2285884), 28.7.2018.)
  18. Miller, Harvey R., Restructuring under a microscope: Cautionary tales for directors and officers in "distressed land", *Navigating in Today's Environment: The Directors' and Officers' Guide to Restructuring*, (<https://www.weil.com/~media/files/pdfs/Restructuring%20under%20a%20microscope.pdf>, 28.7.2018.)
  19. Obrestad, Stian, Rafoss O., The role of vulture investors in the governance and reorganization of distressed firms, HEC, 2009. ([http://www.vernimmen.net/ftp/The\\_role\\_of\\_vulture\\_investors\\_in\\_the\\_governance\\_and\\_reorganization\\_of\\_distressed\\_firms.pdf](http://www.vernimmen.net/ftp/The_role_of_vulture_investors_in_the_governance_and_reorganization_of_distressed_firms.pdf), 28.7.2018.)
  20. Orezyk, Shana, The Benefits of Investing in Alternatives: The Understanding Hedge Funds, Private Equity, and Managed Futures, 2008. (<https://papers.ssrn.com/sol3/papers>

- cfm?abstract\_id=1388662, 28.7.2018.)
21. Rosenberg, Robert J., Riela, Michael J., Hedge funds: The new masters of the bankruptcy universe, International Insolvency Institute, Eight Annual International Insolvency Conference, 2008. ([https://www.iiiglobal.org/sites/default/files/media/033\\_New\\_Masters\\_Robert\\_Rosenberg\\_1004070\\_1.PDF](https://www.iiiglobal.org/sites/default/files/media/033_New_Masters_Robert_Rosenberg_1004070_1.PDF), 28.7.2018.)
  22. Shadab, Houman B., Hedge Funds and the Financial Crisis, Mercatus on Policy, br. 24, 2009., NYLS Legal Studies Research Paper No. 09/10 #31, 2009. ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1564847](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1564847), 28.7.2018.)
  23. Tenhunen, Pauliina, Suominen, Salla, Svartström, S. Christer, FINLAND, The Restructuring Review, ed. Mallon, Christopher, 8. Izdanje, 2015., str. 123. (<https://www.castren.fi/globalassets/blog--news/the-restructuring-review-2015-finland.pdf>, 4.8.2018.)
  24. Vučković, Sanja, Prvulović, Vladimir, Uspon i pad univerzalnog bankarstva, Bankarstvo 5, 2013, str. 54 – 79 (<http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2013/5/UBS-Bankarstvo-5-2013-Vuckovic-Prvulovic.pdf>, 4.8.2018.)

\*\*\*

1. Financial Restructuring Study 2015, Instruments and success factors in practice, Restructuring & Corporate Finance CC, 2015., str. 9. i 10. ([https://www.rolandberger.com/en/Publications/pub\\_financial\\_restructuring\\_study\\_2015.html](https://www.rolandberger.com/en/Publications/pub_financial_restructuring_study_2015.html), 28.7.2018.)
2. Invest Europe, 2017 European Private Equity Activity (<https://www.investeurope.eu/media/711867/invest-europe-2017-european-private-equity-activity.pdf>, 22.8.2018.)
3. IOSCO, Private Equity Conflicts of Interest (Consultation Report), 2009. (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD309.pdf>, 5.8.2018.)
4. Osnove Private Equity-a s osvrtom na fondove gospodarske suradnje, Akademija Zagrebačke burze

\*\*\*

1. Internetska stranica Hanfe – <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/registri/alternativni-investicijski-fondovi/?page=2>, 4.8.2018.
2. Internetska stranica Zagrebačke burze d.d. - <http://zse.hr/default.aspx?id=26>, 4.8.2018.; <http://zse.hr/default.aspx?id=26472>, 4.8.2018.; <http://zse.hr/default.aspx?id=36768>, 4.8.2018.
3. Internetske stranice UAIF-a - <http://www.quaestus.hr/o-nama/rizicni-kapital/portfolio/>, <http://www.quaestus.hr/o-nama/rizicni-kapital/portfolio/ostvareni-izlazi/>, <http://www.prosperus-invest.hr/content/investicije>, <http://www.inspire.investments/hr/category/investicije-hr/>, 4.8.2018.
4. Kontrarijansko ulaganje - <https://www.investopedia.com/video/play/what-is-contrarian-investing/> ; <https://www.investopedia.com/university/introduction-stock-trader-types/contrarian-traders.asp>; <https://www.forbes.com/sites/investor/2014/04/28/5-rules-of-contrarian-investing/#3909a1f3c360>, 28.7.2018.
5. Ostale internetske stranice (ulaganja fondova) - <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/sto-su-uopce-fgs-ovi-skegrin-izum-koji-je-drzavi-zarobio-novac-u-agrokoru-20170728/print>, <https://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/fondovi-gospodarske-suradnje-u-krizi-su-pomogli-samo-7-tvrtki.-za-to-ih-je-drzava-nagradila-sa-34-milijuna-kuna/4042593/>, 4.8.2018.
6. Veličina imovine *private equity* industrije u svijetu - <https://www.consultancy.uk/news/16266/private-equity-firms-see-assets-under-management-approach-3-trillion-mark>, 22.8.2018.

#### Pravni akti

1. Kazneni zakon (NN 125/11, 144/12, 56/15, 61/15 i 101/17)
2. Odluka o imenovanju kvalificiranog ulagatelja za sudjelovanje u osnivanju fondova za gospodarsku suradnju (96/10)

3. Odluka o namjeri sudjelovanja u osnivanju fondova za gospodarsku suradnju (NN 8/10)
4. Odluka o sudjelovanju u fondovima za gospodarsku suradnju (NN 40/13)
5. Pravilnik o vrstama alternativnih investicijskih fondova (NN 105/13 i 28/15)
6. Pravilnik o uvjetima i postupku sudjelovanja Vlade Republike Hrvatske u osnivanju fondova za gospodarsku suradnju (NN 21/10, 42/12)
7. Pravilnik o sudjelovanju Vlade Republike Hrvatske u Fondovima za gospodarsku suradnju (NN 42/12, 138/12, 18/13 i 47/13)
8. Pravilnik o sudjelovanju Vlade Republike Hrvatske u Fondovima za gospodarsku suradnju (NN 47/13)
9. Stečajni zakon (NN 71/15 i 104/17)
10. Zakon o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku (NN 32/17)
11. Zakon o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi (NN 108/12, 144/12, 81/13, 112/13, 78/15 i 71/15)
12. Zakon o tržištu kapitala (NN (65/18)
13. Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16)
14. Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18)
15. Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (NN 16/13 i 143/14)
16. Zakon o trgovačkim društvima (NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15)



**Morana Derenčinović Ruk\***

Summary

## **DISTRESSED COMPANIES RESTRUCTURING AND CAPITAL MARKET – TYPES OF CONFLICT OF INTERESTS AND THEIR MANAGEMENT**

The paper investigates how the capital market can be a restructuring platform for companies in difficulties and financial intermediaries who are typically involved in it and analyzes the conflicts of interest that may arise in that process and the way the conflicts could be prevented or managed. The paper focuses solely at the companies in difficulties whose shares (or other financial instruments) are listed on the regulated market of the Zagreb Stock Exchange d.d. and alternative investment funds, i.e. private equity and hedge funds and their managers as dominant players of the capital market segment that invests in companies in difficulties. After the presentation of the peculiarities, i.e. legal and other factors affecting the restructuring of the companies in difficulties through the capital market, the paper compares alternative investment funds specializing in investments in companies in difficulties, showing their similarities, differences and specific features, including funds for economic co-operation, which is a peculiarity of the Croatian capital market. The paper aims to clarify the concept of conflict of interest on the capital market from the similar concepts (i.e. opposing interests) and presents in detail which types of conflicts of interest are typically manifested in the each phase of the investment process in relation to the company in difficulties and how those should be governed. The role of the Croatian Financial Services Supervisory Agency as supervisor and regulator of the Croatian capital market is also accentuated and attention is drawn to the circumstances that should be taken into account by regulator when conducting its public surveillance powers in relation to observed conflicts of interest but not extending its powers to the private-law aspects of the relationships that are subject to supervision.

**Keywords:** *capital market; restructuring; private equity; hedge fund; conflict of interests.*

---

\* Morana Derenčinović Ruk, Ph. D., Head of Licensing and Legal Support Department in Investment and Pension Funds Division of Croatian Financial Services Supervisory Agency; morana.derenčinovic@hanfa.hr.

## Zusammenfassung

**RESTRUKTURIERUNG VON UNTERNEHMEN IN  
SCHWIERIGKEITEN UND DER KAPITALMARKT –  
RESTRUKTURIERUNGSMODELLE UND UMGANG MIT  
INTERESSENKONFLIKTEN**

Dieser Beitrag analysiert den Kapitalmarkt als eine Plattform für die Restrukturierung von Unternehmen in Schwierigkeiten sowie auch die in diese Verfahren involvierten finanziellen Vermittler. Es werden auch die Interessenkonflikte, welche in diesem Prozess auftauchen können, analysiert. Es wird vorgeschlagen, wie man sie vorbeugen und mit ihnen umgehen kann. Der Beitrag konzentriert sich ausschließlich auf die Unternehmen in Schwierigkeiten, wessen Aktien (oder andere Finanzinstrumente) am regulierten Markt der Zagreber Börse AG und an alternativen Investmentfonds, beziehungsweise an Private-Equity-Fonds und Hedge-Fonds als Vertreter des Kapitalmarktes, welche in die Unternehmen in Schwierigkeiten investieren, notiert sind. Nachdem man im Beitrag die Besonderheiten, die rechtlichen und anderen Faktoren, welche auf die Restrukturierung von Unternehmen in Schwierigkeiten durch den Kapitalmarkt einen Einfluss üben, analysiert, werden alternative Investmentfonds, welche für das Investieren in die Unternehmen in Schwierigkeiten spezialisiert sind, verglichen. Dabei stellt man ihre Ähnlichkeiten, Unterschiede und Besonderheiten dar und legt besonderen Wert auf die Fonds für wirtschaftliche Zusammenarbeit, als eine Besonderheit des kroatischen Kapitalmarktes. Danach erklärt man den Begriff des Interessenkonfliktes, wobei man betont, dass dieser Begriff vom Begriff der entgegengesetzten Interessen zu unterscheiden ist. Anschließend stellt man detailliert dar, wie sich die Interessenkonflikte während den einzelnen Phasen des Investierens in Bezug auf das Unternehmen in Schwierigkeiten manifestieren, und wie man mit ihnen umgehen kann. Die Rolle der Kroatischen Agentur für Kontrolle von finanziellen Leistungen als der Aufsichts- und Regulierungsbehörde des kroatischen Kapitalmarktes wird auch apostrophiert, wobei man auf die Umstände, welche die Agentur bei der Ausübung ihrer Aufsichtsbefugnisse bezüglich der festgestellten Interessenkonflikte in Betracht ziehen musste, ohne dass sie dabei in die privatrechtliche Sphäre des Verhältnisses, welches der Gegenstand der Aufsicht ist, eingreift.

**Schlüsselwörter:** *Kapitalmarkt; Restrukturierung; privates Beteiligungskapital; Hedge-Fond; Interessenkonflikt.*

Riassunto

## **LA RISTRUTTURAZIONE DI SOCIETÀ IN CRISI E MERCATO DEI CAPITALI – GENERI E GESTIONE DEL CONFLITTO D’INTERESSI**

Il lavoro ha ad oggetto l’analisi delle modalità in base alle quali il mercato dei capitali può essere una piattaforma per la ristrutturazione delle società in crisi e degli intermediari finanziari che comunemente sono inclusi in tali procedure, al fine di analizzare successivamente i conflitti di interessi che possono emergere in tale processo e di esporre come questi possano essere evitati, o perlomeno come vadano gestiti. Il lavoro è orientato esclusivamente verso le società in crisi le cui azioni (o altri strumenti finanziari) sono quotate sulla borsa di Zagabria ed ai fondi di investimento alternativi, ovvero ai fondi private equity e fondi hedge, quali rappresentanti dominanti del segmento del mercato dei capitali che investono nelle società in crisi. Dopo l’illustrazione delle peculiarità, ovvero dei fattori giuridici e di altra natura che influiscono sulla ristrutturazione delle società commerciali in crisi mediante il mercato dei capitali, nel lavoro si comparano i fondi di investimento alternativi che sono specializzati nell’investimento in società in crisi, con particolare attenzione alle loro similitudini, alle diversità ed alle specificità, come pure i fondi per la collaborazione commerciale che costituiscono appunto una peculiarità del mercato dei capitali croato. Di seguito si chiarisce la nozione in sé del conflitto di interessi sul mercato dei capitali ovvero lo si distingue rispetto agli interessi contrapposti, al fine di potere successivamente illustrare in maniera esaustiva in quali modi i conflitti di interesse si manifestino nel corso delle singole fasi dell’investimento rispetto alla società in crisi ovvero come tali conflitti possano venire gestiti. Si sottolinea altresì il ruolo dell’Agenzia croata per la vigilanza sui servizi finanziari, nella sua veste di vigilante e regolatore del mercato dei capitali croato e si osserva quali circostanze andrebbero tenute in conto in occasione dell’espletamento dei poteri pubblici di vigilanza rispetto ai conflitti di interessi, senza però entrare nella sfera privatistica dei rapporti sottoposti a vigilanza.

**Parole chiave:** *mercato dei capitali; ristrutturazione; private equity; fondi hedge; conflitto di interessi.*

