

NOVO PRAVNO UREĐENJE PRIVATE EQUITY I VENTURE CAPITAL FONDOVA I OTVORENA PITANJA

Čulinović-Herc, Edita; Braut Filipović, Mihaela; Audić Vuletić, Suzana

Source / Izvornik: **Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 2017, 38, 51 - 89**

Journal article, Published version

Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:118:338886>

Rights / Prava: [In copyright](#) / [Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-12-25**

PRAVI

Pravni fakultet Faculty of Law



Sveučilište u Rijeci
University of Rijeka

Repository / Repozitorij:

[Repository of the University of Rijeka, Faculty of Law](#)
[- Repository University of Rijeka, Faculty of Law](#)

uniri DIGITALNA
KNJIŽNICA


DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

NOVO PRAVNO UREĐENJE *PRIVATE EQUITY* I *VENTURE CAPITAL* FONDOVA I OTVORENA PITANJA¹

Dr. sc. Edita Čulinović-Herc, redovita profesorica
Dr. sc. Mihaela Braut Filipović, docentica
Suzana Audić Vuletić, mag. iur., doktorandica
Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

UDK: 347.721
Ur.: 13. siječnja 2017.
Pr.: 10. veljače 2017.
Izvorni znanstveni rad

Sažetak

U radu se analizira novo pravno uređenje alternativnih investicijskih fondova rizičnog kapitala (private equity) i alternativnih investicijskih fondova poduzetničkog kapitala (venture capital) koji su u hrvatskom pravu uređeni Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima i podzakonskim aktima. Njihovi udjeli nude se privatnom ponudom u prvom redu profesionalnim, odnosno kvalificiranim ulagateljima. Kapital pribavljen od ulagatelja ti fondovi ulažu ponajprije u dionice i udjele trgovačkih društava, bilo da se radi o novoosnovanim društvima, odnosno društvima koja su u razvoju ili onima koji se nalaze u već zreloj fazi. Stoga je njihov značaj za trgovačka društva velik jer omogućavaju i malim poduzetnicima pribavljanje sredstava za financiranje poslovne djelatnosti kada su im klasični izvori financiranja nedostupni. S obzirom na to da se radi o tržišnom segmentu investicijskih fondova koji se u domaćoj poslovnoj praksi tek razvija i čiji se potencijal tek počinje prepoznati, ovim se radom ispituju transakcijske osobitosti ovog oblika ulaganja između private equity (dalje u tekstu: PE) i venture capital (dalje u tekstu: VC) fonda i društva u koje taj fond ulaže (portfeljno društvo). Iako pravno uređenje PE i VC fondova nije usklađeno na razini Europske unije (dalje u tekstu: EU) već samo pravno uređenje njihovih upravitelja, obrađuju se oni pravni izvori EU-a kao i korespondentni propisi u RH, kojima se reguliraju određeni aspekti poslovanja tih fondova, a koji utječu na pravne odnose između PE ili VC fonda i portfeljnog društva kada fondovi u portfeljnom društvu stječu kontrolu. U tom kontekstu otvara se pitanje postoje li određeni mehanizmi kojima se može osigurati da PE ili VC fond svoj utjecaj u portfeljnom društvu ostvaruje na društveno odgovoran način s obzirom na to da ima složen zadatak usklađivanja dvaju (moguće) suprotstavljenih interesa: interesa portfeljnog društva, o čemu je dužan voditi računa kao njegov dioničar i interesa ulagatelja koji su uložili u taj fond.

1 Ovaj rad su sufinancirali Hrvatska zaklada za znanost projektom br. 9366 "Pravni aspekti korporativnih akvizicija i restrukturiranje društava utemeljenih na znanju" te Sveučilište u Rijeci projektom br. 13.08.1.2.01 "Zaštita korisnika na hrvatskom i europskom tržištu financijskih usluga".

Ključne riječi: *private equity, venture capital, alternativni investicijski fondovi, portfeljno društvo, Zakon o alternativnim investicijskim fondovima.*

1. UVOD

Investicijski fondovi, kao kolektivni oblik ulaganja, donose značajan kapital na tržišta kojeg njihovi upravitelji nadalje ulažu sukladno investicijskoj politici fonda. Na strani potražnje za tim kapitalom, pored ostalih subjekata, nalaze se i trgovačka društva, neovisno o tomu radi li se o društvima uvrštenima na uređeno tržište ili ne. Dok su UCITS fondovi podložni brojnim ograničenjima, investicijske politike alternativnih investicijskih fondova (dalje u tekstu: AIF) omogućavaju veću slobodu ulaganja koja se može ostvariti većom koncentracijom ulaganja u pojedino društvo/izdavatelja, finansijsku pomoć društvu u koje se ulaže, utjecaj na vođenje društva u koje se ulaže i drugo. Iako ulaganje u vlasničke instrumente (*equity*) nije dominantan oblik ulaganja AIF-ova, određene vrste AIF-ova, kao što su *private equity* (dalje u tekstu: PE) i *venture capital* (dalje u tekstu: VC) fondovi, profilirali su se upravo za tu vrstu ulaganja. Oni su sudionici tzv. *private equity* tržišta na kojem uz njih djeluju i drugi institucionalni investitori i bogati individualci. Cilj je ovog rada temeljem uvida u komparativnu pravnu i finansijsku literaturu izlučiti glavne značajke PE i VC fondova, objasniti kako se strukturira tipična PE/VC transakcija te na koji način PE/VC fondovi kao “vremenskim horizontom određeni ulagatelji”, ulaze u i izlaze iz portfeljnog društva te koje zaštitne mehanizme ugovaraju kako bi zaštitili svoje ulaganje dok ono traje. Iako pravno uređenje PE i VC fondova nije usklađeno na razini Europske unije (dalje u tekstu: EU), autori će obraditi pravne izvore EU-a kojima se ipak reguliraju određeni aspekti poslovanja tih fondova. S obzirom na to da je u Republici Hrvatskoj (dalje u tekstu: RH) ulaskom u EU usvojeno novo pravno uređenje za AIF-ove, obradit će se i novo pravno uređenje PE i VC fondova u RH. U radu je stavljen naglasak na odnos između PE i VC fondova s društvom u kojeg ulažu, posebice ako ujedno i stječu kontrolu u portfeljnom društvu. Autori analiziraju postoje li u tim slučajevima obveze za upravitelje PE i VC fondova da djeluju u interesu portfeljnog društva, te postoje li određeni mehanizmi kojima se može osigurati da svoj utjecaj u portfeljnom društvu ostvaruju na društveno odgovoran način. Time je cilj autora raspraviti položaj PE i VC fondova, odnosno njihovih upravitelja, kao društveno odgovornih ulagatelja (*public accountability*) kada stječu kontrolu u portfeljnim društvima.

2. OPĆE ZNAČAJKE PRIVATE EQUITY I VENTURE CAPITAL ULAGANJA

2.1. Pojam i zajednička obilježja PE i VC ulaganja

AIF-ovi obuhvaćaju široku lepezu investicijskih fondova, koji se međusobno razlikuju po investicijskim politikama, ulagateljima, pravnoj strukturi, izloženosti

riziku, pravnom uređenju i drugo. Iako čvrste granice između AIF-ova nema, PE i VC fondovi koji su predmet ovog rada, prepoznati su kao zasebne vrste AIF-ova zahvaljujući njihovim investicijskim politikama. Zajedno tvore tzv. *private equity* tržište. No na tom tržištu osim fondova djeluju i drugi *private equity* ulagatelji koji nisu predmet ovog rada, no ulaganje se odvija prema istoj matrici.² Tom segmentu tržišta je zajedničko da ulagatelji ulažu u udjele / dionice portfeljnih društava koja nisu uvrštena na uređeno tržište, a imaju potencijal rasta.³ Taj oblik ulaganja nosi ulagateljima povećani rizik.⁴ PE i VC fondovima je zajedničko i to da se njihovi udjeli nude na kupnju u pravilu profesionalnim ulagateljima.⁵

Prema *Levinu*⁶, PE/VC fond prikuplja kapital od ograničenog broja profesionalnih ulagatelja privatnom ponudom i dijeli dobit koji je ostvario fond između osoba koje profesionalno vode taj PE/VC fond i njegovih ulagatelja na način koji se prethodno ugovara (engl. *pre-negotiated basis*).⁷ Te uvjete ugovora naziva se još i *common covenants* – oni uređuju ponašanje fond menadžera pri donošenju investicijskih odluka (engl. *restrictions on investment decisions*).⁸ U pravu zemalja anglosaksonskog kruga

2 Prema Landströmu, *venture capital* tržište je dio *private equity* tržišta. Na tom širem tržištu djeluju razni *private equity* ulagatelji, a ne samo investicijski fondovi. Također se razlikuje tzv. institucionalni segment *private equity* tržišta od neinstitucionalnog. U sklopu institucionalnog segmenta tog tržišta djeluju neovisna društva tzv. *limited partnerships* u kojem je glavni partner tzv. *venture capitalist*, koji odgovara neograničeno, a *limited partners* odgovaraju ograničeno. Vidi, Landström, H., *Pioneers in venture capital research*, u Landström, H. (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 3-65, str. 5. Vidi još Groh, Alexander, *The Capital Flow from Institutional Investors to Entrepreneurs*, u Cumming, D. (ed.) *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012., str. 15-36, str. 15. Osim *limited partnerships*, koristi se još *limited liability company (LLC)*. Vidi Levin, J. S., *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions*, Wolters Kluwer, Law & Business, New York, 2011., str. 1-3, par. 102. U tzv. neinstitucionalni dio tržišta ubrajaju se poslovni anđeli i drugi ulagatelji koji investiraju na neformalnoj razini, poput prijatelja i obitelji. Landström, op. cit. u ovoj bilješci, str. 8. O ulozi poslovnih anđela u premošćivanju financijskog jaza vidi više Kelly, P. *Business Angel research: The road traveled and journey ahead*, u Landström, H. (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007, str. 315-331.

3 Landström, H., *op. cit.* u bilj. 1., str. 5.

4 Assmann, H-D, Schütze, R. A., *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, München, C. H. Beck, 2015., rbr. 392.

5 Definicija profesionalnog ulagatelja sa stajališta našeg prava nalazi se u čl. 3. t. 45. ZAIF-a i glasi: *Profesionalni ulagatelj je ulagatelj koji se u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište kapitala smatra profesionalnim ulagateljem ili se na vlastiti zahtjev može tretirati kao profesionalni ulagatelj.* U Zakonu o tržištu kapitala (NN 88/8, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15, 123/16) (dalje u tekstu: ZTK) je to pitanje uređeno u čl. 61. i 63.

6 Levin, J. S. *op. cit.* u bilj. 1, str. 1-3, par. 102.

7 Cumming, D., Fleming, G., Schweinbacher, A., *The structure of venture capital funds*, u Landström, H (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007, str. 155-176, str. 163. Autori navode da se temeljna prednost ustroja tih fondova u obliku *limited partnership* sastoji u činjenici da oni nisu korporacija, pa se time izbjegava dvostruko oporezivanje dobiti do koje bi dolazilo da to jest korporacija. Također, s obzirom na to da fondovi koji su ustrojani kao *limited partnership* nisu korporacija, nema osnivačkog akta u smislu statuta društva nego je to ugovor koji omogućava veću fleksibilnost.

8 Loc. cit.

PE/VC fond najčešće je pravno organiziran kao *limited partnership*. *General partner* u tom društvu ujedno je i menadžer fonda, dok *limited partners* pribavljaju kapital.⁹ Uobičajeno je da glavni partner pribavi barem 1 % potrebnoga kapitala.¹⁰ Nakon što su povjerali fond menadžeru svoj kapital, profesionalni ulagatelji nemaju značajniju kontrolu nad time kako PE/VC fond njime upravlja dok god fond menadžer poštuje pravila fonda. Ta pravila fonda obično sadrže ograničenja u pogledu pitanja koji iznos kapitala PE/VC fond smije usmjeriti prema jednom portfeljnom društvu, u koju vrstu vrijednosnog papira portfeljnog društva fond smije ulagati kao i o maksimalno dopustivom iznosu duga kojim se može opteretiti imovina fonda, dok za dug za koji se zadužuje portfeljno društvo ne postoje ograničenja.¹¹ PE/VC fond, odnosno njegov menadžer (koji je ili *general partner* u *limited partnershipu* ili LLC¹²) ostvaruje prihod iz tri izvora.¹³ Prvo, iz godišnje naknade za upravljanje fondom. Također je uobičajeno je da se 20 % neto dobiti raspoređuje menadžeru fonda kao oblik kamate (*carried interest*), dok se preostalih 80 % dobiti raspoređuje između menadžera fonda i ulagatelja sukladno omjeru uloženoga kapitala.¹⁴ Neki menadžeri fonda naplaćuju i tzv. *deal and monitoring fees*, no njih u pravilu potražuju od portfeljnog društva.¹⁵

PE i VC fondovi ulažu tako da stječu udjele ili dionice u portfeljnom društvu, ali ne trajno već s određenim vremenskim horizontom (*not intended to be held indefinitely*). Istekom tog vremenskog razdoblja PE/VC fondovi "izlaze" iz tog portfeljnog društva (*exit*) nadajući se značajnoj razlici u cijeni u svoju korist. VC fondovi općenito žele zaključiti svoj investicijski ciklus u roku od tri do pet godina, dok PE fondovi ulažu s nešto duljim horizontom od 10 do 13 godina.¹⁶ PE/VC fondovi investiraju rizično – u *equity* ili *equity like* financijske instrumente portfeljnog društva, a u kasnijoj fazi i u one dužničke. Glavni cilj PE/VC investicije je postići visok povrat (engl. *geometric return*) kada je portfeljno društvo u koje ulažu uspješno i njegovi *equity* instrumenti bilježe rast vrijednosti.¹⁷ Dakle glavna premisa djelovanja je "visok rizik za visok povrat". Gledajući iz perspektive portfeljnog društva, ovaj oblik financiranja¹⁸

9 Kaplan, S. N., Stromberg, P., *Leveraged Buyouts and Private Equity*, u: Bratton, W.W., McCahery, J.A. (ur.) *Institutional Investor Activism, Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*, Oxford University Press, 2015., str. 491-516, str. 493.

10 *Loc. cit.*

11 *Loc. cit.*

12 *Limited liability company* je takav tip društva u kojem osnivači odgovaraju ograničeno za obveze društva.

13 Kaplan, S. N., Stromberg, P., *op. cit.*, u bilj. 8, str. 493.

14 Levin, J. S., *op. cit.* u bilj. 1, str. 1-3, par. 102.

15 Kaplan, S. N., Stromberg, P., *op. cit.* u bilj. 8, str. 494.

16 O vremenskom horizontu ulaganja u trajanju od deset godina uz eventualno produljenje za još tri godine govore za PE fondove Kaplan i Stromberg, pri čemu naglašavaju da je prvih pet vrijeme snažnog ulaganja, dok su preostale godine (pet do osam) vrijeme povrata ulaganja ulagateljima PE fondova, Kaplan, S. N., Stromberg, P. *op. cit.*, u bilj. 8., str. 493.

17 Levin, J. S., *op. cit.*, u bilj. 1, str. 1-4, par. 103.

18 Portfeljna društva su u potrazi za kapitalom upućena i na banke, no ako je to put pribavljanja sredstava, treba imati u vidu da će banke plasirati kredit trgovačkom društvu na točno određeno vrijeme (vrijeme vraćanja kredita) i točno određenim prinosom (izraženom u kamati), a obveza povrata je fiksna obveza društva koja opterećuje novčane tijekove, dok ulaganje PE i VC fonda (načelno) ne opterećuje novčane tijekove, no postoji pritisak visoke stope povrata investicije,

prikladan je za ona trgovačka društva koja imaju potrebu za značajnim financijskim sredstvima koje nije moguće pribaviti običnim zaduživanjem. Klasično zaduživanje je manje skupo, ali zahtijeva dodatna sredstva osiguranja. To je posebno slučaj kod društava koja primjerice razvijaju svoju nematerijalnu imovinu čija vrijednost na tržištu još nije potvrđena, pa se tu važnost PE, a osobito VC fondova snažno ističe.¹⁹

Ono što je svojstveno PE/VC fondovima kao ulagateljima jest da njihovo ulaganje za razliku od drugih oblika ulaganja uključuje i određen aktivitet u portfeljnom društvu.²⁰ Taj aktivitet se ne odražava uplitanjem u dnevno vođenje poslova društva (engl. *day-to-day basis*),²¹ no PE/VC fond ipak nadzire poslovanje, postavlja pred portfeljno društvo određena očekivanja dosizanjem određenih poslovnih prekretnica (engl. *milestones*), daje okvirne smjernice (engl. *monitoring and guiding*),²² a također uobičajeno predstavnik PE/VC fonda može biti zastupljen u upravi ili nadzornom odboru društva (engl. *board representative*). Često se kao jedna od zajedničkih značajki PE/VC ulaganja ističe da PE/VC fondovi biraju portfeljna društva koja imaju stručnu i kompetentnu upravu (engl. *superior management*).²³ U tom smislu se ulaganje u portfeljno društvo PE/VC fondova, kao oblik ulaganja bitno odmiče od obične kupnje udjela ili dionica.

2.2. Ulaganje PE/VC fondova s obzirom na fazu investicijskog ciklusa

PE i VC fondovi načelno se razlikuju prema trenutku “ulaska” u portfeljno društvo, odnosno ulaze li u trenutku osnivanja ili pri ekspanziji²⁴. Za VC fondove je karakteristično da ulažu u portfeljna društva koja su osnovana (engl. *startup*) ili će se

što poskupljuje ovaj oblik financiranja djelatnosti trgovačkog društva.

- 19 Busenitz, L. W., Innovation and performance implications of venture capital involvement in the ventures they fund, u Landström, H. (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 219-235, str. 225 i dalje.
- 20 O oblicima interakcije između VC ulagatelja i portfeljnog društva nakon ulaganja vidi: De Clerq, D, Manigart, S., The venture capital post-investment phase: Opening the black box of involvement, u Landström, H. (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007, str. 193 - 218. Navedeni autori razlikuju dvije vrste interakcija između portfeljnog društva i VC fonda – postoje aktivnosti kojima se nadzire samo ulaganje (engl. *monitoring*) od onih aktivnosti u kojima VC fond zbog svoje stručnosti i profesionalnosti dodaje “vrijednost više” portfeljnom društvu (engl. *value added*).
- 21 Levin, J. S., *op. cit.*, u bilj. 1., str. 1-8, par. 105.1.
- 22 *Ibid.*, str. 1-7, par. 104. Cit. *PE/VC professionals generally serve on portfolio company's board, providing the portfolio company with high quality financial and strategic advice and management oversight*. Isti su rezultati i za hrvatsko private equity tržište. Vidi 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 u Mihanović, D., Hunjet, A., Primorac, Ž. (eds.), 18th International Scientific Conference on Economic and Social Development – *Building Resilient Society*, Zagreb, 2016., str. 234-244, str. 241.
- 23 Levin, J. S., *op. cit.* u bilj. 1, str. 1-6, par. 103. Cit: *A frequently held PE/VC maxim is that an attractive portfolio company has 3 key attributes: superior management, superior management and superior management*.
- 24 Cumming D., Johan, S. A., *Venture capital and private equity contracting: An international perspective*, Elsevier Inc., 2009., str. 5.

tek osnovati (engl. *seed*), odnosno koja se nalaze u početnim fazama poslovanja (engl. *early stage growth*)²⁵ kada je poduzetnicima teško doći do kapitala tradicionalnim izvorima financiranja zbog visokih rizika povezanih s takvim financiranjem/ulaganjem²⁶ te nemogućnosti da se klasičnim financijskim posrednicima ponude odgovarajuća sredstva osiguranja tražbina. *Seed money* označava prvu etapu investicijskog ciklusa u razvoju društva, odnosno radi se o financiranju tek osnovanog trgovačkog društva (ili društva koje će se tek osnovati), a uložena financijska sredstva usmjeravaju se na istraživanje i razvoj novoga proizvoda te da bi se utvrdio tržišni potencijal tih inovacija. *Startup* investiranje usmjereno je na trgovačka društva koji su iz faze idejnog projekta prešli u fazu proizvodnje, marketinga i prodaje svog proizvoda. Ova dva oblika financiranja rizičnim kapitalom nazivaju se još investiranje u ranoj fazi (engl. *early stage investment*).²⁷ Posljednji oblik označava takav oblik financiranja koji je usmjeren na daljnji rast proizvodnje i povećanje distribucijskih kapaciteta. Ulaganje se može utjeloviti i tako da se osnuje i novo društvo (SPV/SPE) koje će trajati dok traje ulaganje.²⁸ Ako se prihvati podjela da se *startup* transakcije dijele na *seed money* i *early stage*, njihova daljnja podjela dalje slijedi njihovu sektorsku orijentaciju. Pri tom se može raditi o društvima koja su manje ili više poslovno ovisna o tehnološkoj podlozi ili su u potpunosti neovisna (*high tech/low tech/no tech*).²⁹ Ipak stoji kao pravilo da se rizični kapital usmjerava najčešće prema društvima rane faze koja razvijaju visoku tehnologiju,³⁰ odnosno inovativna društva ili u mala ili srednja trgovačka društva tzv. brzog rasta (tzv. gazele).³¹ Iz naprijed navedenog načelno se može izvesti zaključak da VC fondovi ulaze u portfeljna društva u ranijoj fazi investicijskog ciklusa, a PE fondovi u kasnijoj, odnosno u društva koja su razvijenija.

Kao protuteža pojmu *startup transactions*, opisuju se tzv. *equity growth*

25 Gledano iz kuta "novog proizvoda" kojeg razvija portfeljno društvo, prema nekim autorima *seed* faza označava sekvencu poslovanja u kojoj primjerice prototip proizvoda nije još razvijen, odnosno testiran. U *startup* fazi, primjerice, proizvod je spreman za tržište te su možda obavljene prve prodaje, ali tek treba povećati proizvodni kapacitet, smanjiti troškove proizvodnje, razviti sustav prodaje i distribucije i sl. Vidi opširnije, Parhankangas, A., An overview of research on early stage venture capital: Current Status and future directions, u Landström, H. (ur.) Handbook of Research on Venture Capital, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 253-280, str. 256. i tamo citiranu literaturu.

26 Weitnauer, W., Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang, München, C. H. Beck, 2016., Rbr. 1.

27 Levin, J. S., *op. cit.* u bilj. 1., str. 1-8, par. 105.1. Vidi detaljnije o tome što razlikuje portfeljna društva rane faze razvoja od onih koja se nalaze u kasnijoj fazi. Parhankangas, A., *op. cit.* u bilj. 24., str. 271.

28 Levin, J. S., *op. cit.* u bilj. 1., str. 1-8, par. 105.1.

29 *Loc. cit.*

30 Cumming, D., Gill, A. Walz, U., International Private Equity Valuation and Disclosure, Northwestern Journal of International Law & Business, vol. 29, br. 3, 2009., str. 617-642, str. 641. Autori naglašavaju problem vrednovanja društava u ranoj fazi. Više o utjecaju VC fondova na inovativna društva te usporedni prikaz svih većih komparativnih studija po razdobljima i sektorima, vidi: Dessi, R., Yin, N. The impact of venture capital on innovation, u: Cumming, D. (ed.) The Oxford Handbook of Venture Capital, Oxford University Press, 2012., str. 668-685, str. 671-673.

31 Landström, H., *op. cit.* u bilj. 1., str. 3.

transactions. To je glavna domena ulaganja PE fondova. Oni u načelu ulažu u poslovne subjekte radi optimiziranja njihove poslovne i financijske uspješnosti, a u očekivanju realiziranja povrata na uložena sredstva. To su društva koja su već osnovana i posluju, no kojima je neophodan kapital za ekspanziju, a društvo je ne može pribaviti iz tradicionalnih izvora financiranja.³² Od PE fonda kao ulagatelja portfeljno društvo očekuje da će mu PE fond osigurati dodatan *equity* kapital koji će u potpunosti pokriti njegove potrebe ili mu poslužiti kako bi se pribavio preostali dio potrebnoga kapitala zaduživanjem kod tradicionalnih financijskih posrednika.³³ PE fondovi usmjeravaju svoje ulaganje prema društvima koja nisu uvrštena, no katkad također mogu ulagati i u uvrštena društva. I kad ulažu u uvrštena društva, preferiraju uložiti u vrijednosne papire društva koji nisu uvršteni, npr. u povlaštene dionice koje ne kotiraju, ako su uvrštene redovne dionice. Pritom se često može ugovoriti i pravo konverzije iz neuvrštenih vrijednosnih papira u uvrštene (engl. *preferred stock convertible into publicly traded common stock*)³⁴ Ako je ulaganje značajno, PE fond može organizirati konzorcij ili sindikat PE ulagatelja.³⁵ S obzirom na to da se u tom slučaju radi o ulaganjima u zrelija društva, od onih koja su tek osnovana, takav oblik ulaganja naziva se još i *later-stage investment*.³⁶ Kada se ulaganje usmjerava prema zrelijem društvu, odnosno društvu koje se nalazi u kasnijoj fazi investicijskog ciklusa, tada su rizici PE ulaganja niži, ali je i niža stopa povrata, negoli kod VC ulaganja.³⁷

U mnogim PE transakcijama PE fondovi polaze od toga da postojeća uprava društva nema dovoljno udjela / dionica u tom društvu da bi bila motivirana djelovati učinkovitije, odnosno da se prevelik paket dionica/udjela nalazi u rukama pasivnih dioničara. Stoga je čest slučaj da PE ulagatelj smatra da je prije "ulaska" u društvo potrebno restrukturirati korporacijsku strukturu, kako bi ta nova korporativna struktura bila polugom za rast.³⁸ S druge strane, ulaganje PE fondova ne mora se ograničiti na zrela društva kojima je kapital potreban za ekspanziju, već i na društva koja su u poteškoćama, bilo da ostvaruju gubitke, prezadužena su ili imaju druge strukturne probleme. Ta podvrsta ulaganja PE fondova opisuje se kao (*troubled company*) *turn-around investments*.³⁹

2.3. Strukturiranje ulaganja kao kupnje uz zaduživanje

Kada se promatra udjele i dionice portfeljnog društva kao predmet kupnje, osim

32 Levin, J. S. *op. cit.* u bilj. 1, str. 1-9, par. 105.2.

33 *Ibid.*, str. 1-8, par 105.

34 *Ibid.*, str. 1-9, par. 105.2.

35 *Loc. cit.* Ima autora koji zastupaju tezu da VC fondovi općenito žele svoja ulaganja organizirati kao sindikat s drugim VC fondovima (engl. *syndication*). Tvrdi da su tome skloni jer se provedbom selekcijskog postupka od strane nekoliko institucionalnih investitora smanjuje mogućnost pogreške u evaluaciji portfeljnih društava. Vidi više, Leleux, B. L., *The performance of venture capital investments*, u Landström, H. (ur), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 236-252, str. 237.

36 Levin, J. S. *op. cit.* u bilj. 1, str. 1-9, par. 105.2.

37 *Loc. cit.*

38 *Loc. cit.*

39 *Ibid.*, str. 1-9, par. 105.3.

strateškog ulagatelja i dugoročnog ulagatelja, PE fond prepoznaje se kao financijski ulagatelj.⁴⁰ PE fondovi mogu pribaviti sredstva koja su potrebna za kupnju dionica portfeljnog društva, žele zadržati poziciju dioničara/udjelničara u društvu unutar predviđenog vremena i pritom poboljšati poslovne pokazatelje uspješnosti portfeljnog društva, a nakon toga otuđiti te udjele/dionice uz ostvarivanje značajne stope povrata na investiciju (*exit*).

PE fondovi poznati su upravo po posebnom načinu financiranja ulaganja u portfeljno društvo koje se naziva *leveraged buyout*. Pod time se prije svega podrazumijeva da PE fondovi kupuju dionice/udjele (engl. *equity, equity like instruments*) portfeljnih društava (engl. *equity buyout*). No ako se kupnja obavlja uz vanjsko zaduživanje (engl. *outside debt financing*)⁴¹, što je vrlo čest slučaj, PE fondovi najčešće osnivaju novo društvo, koje se još naziva i SPV (engl. *special purpose entity - SPE*). SPV društvo stječe dionice/udjele u portfeljnom društvu, a novac kojeg pribavlja PE fond kao financijer transakcije kao "dug" tereti ili novoosnovani SPV ili samo portfeljno društvo.

Klasična *leveraged buyout* transakcija obično se financira na način da se manji dio imovine ulaže iz samoga fonda, a veći se dio financira zaduživanjem, odnosno instrumentom financijske poluge (*leverage*). Pritom su uobičajeni omjeri 40-10 % iz imovine samog fonda, a preostalih 60-90 % iz duga (*debt*).⁴²

Bit LBO transakcije u kojoj god inačici se ona pojavljivala jest da je jedino SPV ili portfeljno društvo odgovorno za vraćanje duga, a nikako sam fond. Obično kao dio cijeloga paketa LBO transakcije, fond vrbuje ili nove članove uprave ili preuzima najtalentiranije postojeće članove uprave portfeljnog društva da vode poslove društva u portfeljnom društvu ili u novoosnovanom SPV-u, nudeći im poticajne oblike nagrađivanja koji su opet snažno uvjetovani dobrim poslovnim rezultatima.⁴³

Ponekad sama uprava portfeljnog društva biva inicijatorom transakcije, pa doktrina razlikuje pojam *PE-led LBO* i *Management-led MBO*.⁴⁴ Razlog tomu jest što je postojeća uprava ta koja želi kupiti dionice/udjele društva (engl. *management buyout*), ali joj za to nedostaju sredstva. Ako taj kapital pribavlja upravo od VC/PE fonda, u pravilu će se ponovno ta transakcija financirati uz zaduživanje (engl. *leveraged management buyout*).⁴⁵ MBO tipično uključuje nekoliko osoba iz tzv. višeg menadžement, ali se u nekim situacijama može i proširiti na menadžere srednje razine, a također i na zaposlenike, u kojem slučaju se govori o *management-employee buyout* (tzv. MEBO).⁴⁶

40 *Ibid.*, str. 1-10, par. 105.3.

41 Kaplan, S. N., Stromberg, P., *op. cit.*, u bilj. 8, str. 491.

42 *Ibid.*, str. 494. Unutar tog duga razlikuje se dio koji je višeg reda prvenstva i osiguran (engl. *senior and secured*), od onog koji to nije (engl. *junior and unsecured*), pri čemu se potonji još naziva i *mezzanine* dug – to je onaj dio ili segment duga koji je subordiniran dugu s višim redom prvenstva.

43 Levin, J.S. *op. cit.* u bilj. 1, str. 1-11, par. 105.4.

44 *Loc. cit.*

45 *Loc. cit.* Vidi također Wright, M., *Private equity and management buy-outs*, u Landström, H. (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 281-312, str. 283.

46 Wright, M. *op. cit.* u bilj. 44, str. 283. Autor navodi još brojne podvarijante MBO-a.

S obzirom na to da se radi o ulaganju u *equity*, karakteristično pitanje uz PE / VC fondove jest ulaze li u društvo kao većinski ili manjinski dioničari/udjelničari, odnosno stječu li kontrolni paket u portfeljnom društvu. Iako strogog pravila nema, smatra se da VC fondovi preferiraju položaj manjinskog dioničara/udjelničara⁴⁷, a PE položaj većinskog dioničara.⁴⁸ To se odražava i na ukupnost financijskih sredstava koje je potrebno pribaviti za tu akviziciju.

2.4. Seleksijski postupak i transakcijski tijek

Kako su ugovori pri PE/VC ulaganju kompleksni i nestandardizirani važno je shvatiti na koji način se odvija transakcija. U prvom redu tu se pojavljuje pitanje selekcije samog portfeljnog društava u koji će fond ulagati. U literaturi⁴⁹ se spominje da postoje dva konceptualno različita načina odabira koji su ujedno jedan drugome dopuna. Jedan od njih je da PE/VC fond dizajnira sam financijski instrumenti putem kojeg će fond uložiti u portfeljno društvo na takav način da on pravima i obvezama koja iz njega proizlaze privuče samo poduzetnike visoke kvalitete, odnosno da manje kvalitetna portfeljna društva uopće to ne uoče kao poslovnu priliku, već to bude za njih odvraćajuće, pa tako sam financijski instrument obavlja predselekciju (engl. *screen out*).⁵⁰

Drugi način je da se provodi skupo dubinsko snimanje (engl. *due diligence*).⁵¹ U toj vrsti seleksijskog postupka VC/PE financijer igra proaktivniju ulogu, kao specijalist za evaluaciju poslovnih planova, što pretpostavlja visok stupanj poznavanja prilika u segmentu industrije u kojem djeluje portfeljno društvo.⁵² U tom seleksijskom procesu buduće ugovorne strane suočavaju se s dvije vrste rizika – onima za koje zna samo osnivač portfeljnog društva i koji su rezultat tzv. informacijske asimetrije i onima koji nisu znani niti samom poduzetniku. Ističe se da dizajniranje financijskog instrumenta može neutralizirati samo prvi rizik, dok se drugi rizik bolje neutralizira putem dubinskog snimanja.⁵³ U literaturi su provedena brojna istraživanja glede objektivnih i subjektivnih kriterija koje koristi VC fond u seleksijskom postupku.⁵⁴

47 Landström, H., *op. cit.* u bilj. 1., str. 5.

48 Kaplan, S. N., Stromberg, P., *op. cit.*, u bilj. 8, str. 491.

49 Yung, C., *Venture Capital before the First Dollar: Deal origination, screening and Evaluation*, u Cumming, D. (ed.) *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012., str. 303-327, str. 309.

50 *Loc. cit.* Autor navodi da u toj paradigmi financijer igra pasivnu ulogu. Cit: *...he does not choose the best project, rather he offers contracts so that the best projects come to him.*

51 *Loc. cit.*

52 *Loc. cit.*

53 *Loc. cit.*

54 *Ibid.*, str. 312-313. Autor se poziva na studiju koju su 1984. godine proveli: Tyebjee, T., Bruno, A., *A model of Venture Capital Investment Activity*, *Management science*, 1984., vol. 30, br. 9., str. 1051-1066. Navedeni su autori iz velikog probira izlučili pet ključnih kriterija selekcije: tržišnu privlačnost (engl. *market attractiveness*), diferencijaciju proizvoda (engl. *product differentiation*), menadžerske sposobnosti (engl. *managerial capabilities*), otpornost na "opasnosti" iz okoline (engl. *environmental threat resistance*), sposobnost generiranja zarade (engl. *cash-out potentials*). Opširnije o seleksijskim postupcima za VC fondove vidi:

Također se navodi da dubinsko snimanje nije samo jedan susret koji završava pozitivnim ili negativnim vrednovanjem portfeljnog društva (engl. *one-time-yes-or-no binary event*), već se i taj dio vrednovanja odvija u spirali: postoji početni krug vrednovanja (*initial screens*), u kojem PE/VC fond odbacuje veliki broj projekata, odnosno portfeljnih društava, nakon čega se usmjerava na dubinsku analizu (engl. *due dilligence*) poslovnih planova onih portfeljnih društava koja su prošla u drugi krug.⁵⁵

Nakon selekcije, a tijekom pregovora VC/PE menadžer ne samo da se sastaje s osnivačima portfeljnog društva nego i s drugim dioničarima, kao s financijerima prethodnih rundi ulaganja, ako su takve postojale.⁵⁶ Također prije pregovora stranke, obično preliminarno raspravljaju o vrednovanju (*premoney valuation*) koje utječe na cijenu transakcije i pregovaraju o općoj strukturi ugovora.⁵⁷ Cilj je tih pregovora da se postigne sporazum o preciznoj strukturi svakog ugovora kojeg je potrebno sklopiti i da se rasprave moguće prilagodbe cijene. Ako se stranke usuglase potpisuje se konačna verzija dokumenta koji se naziva *term sheet* ili *heads of term* koji odvjetnici i pravni stručnjaci koji nazoče pregovorima imaju zadatak pretočiti u posebne ugovore.⁵⁸ Moguće su i razne vrste ugovora u kojima se PE/VC fond osim oblikovanja temeljne transakcije teži osigurati da se osnivač ili kontrolni dioničar portfeljnog društva u toj osjetljivoj predugovornoj fazi ne ponaša nesavjesno, započne pregovore s drugima i sl.

Za PE/VC financiranje uobičajeno je i to da se odvija u rundama, odnosno da se kapital pribavlja po etapama. Doziranjem injekcije kapitala na razini koja omogućuje portfeljnim društvima da napreduju do nekog određenog cilja, PE/VC fondovima se omogućuje da napuste financiranje portfeljnog društva ako ono ne dosegne očekivani rezultat. Postoje dva temeljna modela etapnog financiranja: *milestone rounds* i *stand-alone rounds*. Za prvi je karakteristično da su poslovne prekretnice ili *milestones*, opisane u postojećem ugovoru i one postaju okidač za novu rundu financiranja. Ako portfeljno društvo ostvari točno opisan kriterij, odnosno poslovni događaj, za PE/VC fond nastaje ugovorna obveza da plasira novu "injekciju" kapitala u zamjenu za prethodno ugovorena prava.⁵⁹ Naime PE/VC fond investira samo onoliko kapitala koliko je potrebno za dosizanje neke poslovne prekretnice, pa u slučaju da poduzetnik nije uspio osigurati tako predviđenu poslovnu prekretnicu, AIF može ili znatno smanjiti svoje ulaganje ili ga prekinuti u cijelosti. Tim svojim pravom potiče poduzetnika na bolji rezultat i ostvaruje nad njih kontinuiranu kontrolu.⁶⁰ U drugom

Zacharakis, A., Shepherd, D. A., The pre-investment process: Venture capitalist's decision policies, u: Landström, H. (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 177-192, i tamo citiranu literaturu.

55 Yung, C., *op. cit.* u bilj. 48., str. 317. Autor navodi studije drugih autora koje su pokazale da je dubinsko snimanje vrlo radno intenzivno i prosječno traje 97,3 dana.

56 Bengtsson, O., Financial Contracting in US Venture Capital: Overview and Empirical Evidence, u Cumming, D. (ed.), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012., str. 478-508, str. 485.

57 *Loc. cit.*

58 Bengtsson smatra najčešćima tri ugovora: Certificate of Incorporation, Stock Purchase Agreement, Shareholder Agreement, no sve ih zajedno naziva "VC contract". *Ibid.*, str. 486.

59 *Loc. cit.*

60 U Italiji se kao sredstvo pritiska na portfeljno društvo ugovara i tzv. "pravo veta". To pravo se

slučaju, te ugovorne obveze nema, nego je potrebno sklopiti novi ugovor.⁶¹ Time PE/VC fondovi mogu napustiti financiranje portfeljnih društava čiji je rezultat u planiranom vremenu ispod očekivanog ili nedostatan kvalitetan (*to screen out low-quality and lazy management entrepreneurs*).⁶²

Kao što je već rečeno, posebna se pozornost posvećuje odabiru vrijednosnog papira, odnosno financijskog instrumenta portfeljnog društva u koje PE/VC fond ulaže. Iako su PE/VC fondovima dostupne za ulaganje redovne dionice, preferirani oblik ulaganja PE/VC fondova su povlaštene dionice. Naime prije nego što je portfeljno društvo primilo svoju prvu injekciju PE/VC kapitala, ono je dotada bilo samo emitent redovnih dionica.⁶³ S ulaskom PE/VC financijera, odnosno u svakoj novoj rundi VC ulaganja, izdaju se povlaštene dionice. Sve povlaštene dionice iz jedne runde financiranja imaju iste ugovorne uvjete, a da je riječ o istoj rundi financiranja vidi se o podacima kojoj seriji dionice pripadaju. Budući da isti VC fond može u različitim rundama investirati u različite vrste povlaštenih dionica, ukupnost ugovornih prava nekog VC fonda procjenjuje se pribrajanjem prava iz svih rundi ulaganja.⁶⁴

Prava unutar povlaštenih dionica mogu se skalarno oblikovati. Tako postoji mogućnost izdavanja povlaštenih dionica koje su zamjenjive za redovne dionice (*convertible preferred stock*), ali i onih koje to nisu (*non-convertible preferred stock*).⁶⁵ Stjecanjem nekih povlaštenih dionica doći će do stjecanja prava na isplatu kumuliranih neisplaćenih dividendi, dok za druge to ne mora vrijediti.⁶⁶ Pritom su interesantne povlaštene konvertibilne dionice koje daju PE/VC fondovima prioritet u naplati dividende, a pri "izlasku" iz investicije mogu biti zamjenjive u redovne dionice.⁶⁷ No, na raspolaganju stoji sva raznolikost financijskih instrumenata: od tipično dužničkih (obveznice) i vlasničkih (dionice) instrumenata do kvazi-dužničkih (različiti oblici dužničkih vrijednosnih papira plasiranih na tržište kao mezanin financiranje ili drugi oblik subordiniranog financiranja) i kvazivlasničkih (u koje se ubrajaju naprijed navedene konvertibilne povlaštene dionice).⁶⁸ Za kasnije faze financiranja čak se koristi i financiranje temeljem imovine (*asset based*) kao što je

obično se koristi u ranim fazama transakcije, kada je rizik vezan uz investiciju najveći i fond u tom periodu želi imati najveći utjecaj na upravljanje portfeljnim društvom. Vidi više: Lener, R., Italy u Wymeersch, E. (ur.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 237-250, str. 246.

61 Bengtsson, O., *op. cit.* u bilj. 55., str. 486.

62 *Loc. cit.* O tome vidi više: Gompers, P. A., *Optimal Investment, Monitoring, and Staging of Venture Capital*. *Journal of Finance*, vol. 50, br. 5., 1995, str. 1461-1489.

63 Bengtsson, O., *op. cit.* u bilj. 55., str. 486.

64 *Loc. cit.*

65 Levin, J. S., *op. cit.* u bilj. 1, str. 1-5, par. 103.

66 Bengtsson, O., *op. cit.* u bilj. 55., str. 487.

67 Ulaganje u društvo putem konvertibilnih povlaštenih dionica ulagatelji ugovaju iz razloga što postoji nesrazmjer u ciljevima i informacijska asimetričnost između ulagatelja i poduzetnika. Naime, poduzetnik u ranoj fazi može iskoristiti dobivena sredstva na način da dodatno ulaže u razvoj proizvoda (R&D), no to nije i cilj financijera, jer on ne teži daljnjem tehnološkom razvoju već bi htio povrat na uloženi kapital. Vidi više Denis, D.J., *Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence*, *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, br. 2, 2004., str. 301-326, str. 311.

68 Wright, M., *op. cit.* u bilj. 44, str. 298.

leasing.⁶⁹

Kupnja određene vrste vrijednosnog papira portfeljnog društva često ima dodatne ugovorne mehanizme zaštite za PE/VC fond. U literaturi⁷⁰ se navodi da ugovaranje tih ugovornih klauzula ispunjava dva cilja. Njima se utječe na novčane tijekomove između portfeljnog društva i PE/VC fonda (engl. *cash flow rights*) ili su usmjereni na ostvarenje kontrole u portfeljnom društvu (engl. *control rights*).⁷¹ U tzv. *cash flow rights* ubraja se pravo na isplatu kumuliranih neisplaćenih dividendi, a ta tražbina dopijeva na naplatu pri prodaji ili likvidaciji društva.⁷² Srodna tomu su prioritarna prava u likvidaciji društva (engl. *liquidation preferences*) i tzv. participativna prava (engl. *participation rights*) također ostvariva pri likvidaciji društva.

Svakako su najinteresantnija prava koja pribavljaju klauzule o zabrani razvodnjavanja (engl. *anti-dilution rights*) i pravo nazadprodaje stečenih dionica društvu, koje se još naziva pravo na otkup (engl. *sellback rights, redemption rights*). S obzirom na to da se ta prava aktiviraju pri izlasku PE/VC fonda iz portfeljnog društva, može nastati sukob interesa ako portfeljno društvo ne želi realizaciju ikakvog *exita* unutar vremena kojeg predlaže PE/VC fond. Zbog toga PE/VC fond pridržava pravo nazadprodaje stečenih dionica portfeljnom društvu, odnosno pravo zahtijevati otkup dionica od portfeljnog društva.⁷³

Kada je riječ o *anti-dilution* klauzuli⁷⁴ valja imati na umu da se prvotno ulaganje PE/VC fonda može razvodniti na dva načina: smanjenjem postotnog udjela u temeljnom kapitalu, u slučaju nove emisije dionica. Radi se o tzv. *percentage dilution*.⁷⁵ U tom slučaju klauzula štiti fond na način da udio u temeljnom kapitalu PE/VC fonda mora ostati postotno isti. Drugi način razvodnjavanja nastaje ako se pri novoj emisiji dionica, dionice izdaju za cijenu manju od one po kojoj je dionice stekao PE/VC fond (engl. *economic dilution*). Stoga *anti-dilution* klauzula ima zadatak očuvati isti postotni udio u temeljnom kapitalu kojeg inicijalno stječe PE/VC fond, odnosno njegovu ekonomsku vrijednost. U inačici ulaganja PE/VC fondova u uvrštena društva, iako ona nisu glavni *target*, *anti-dilution* klauzula može značiti da se PE/VC fond želi zaštititi od novih izdanja dionica koje bi bile ispod fer tržišne vrijednosti dionice. Ako je PE/VC fond uložio u konvertibilne povlaštene dionice (koje primjerice nisu uvrštene) pa društvo izda u novoj emisiji dionica redovite dionice po cijeni manjoj od one po kojoj je PE/VC fond platio svoju dionicu, tada on pri konverziji svojih

⁶⁹ *Loc. cit.*

⁷⁰ Bengtsson, O., *op. cit.* u bilj. 55., str. 487.

⁷¹ *Loc. cit.* Više o kontrolnim mehanizmima vidi: Leleux, B. L., *op. cit.* u bilj. 34, str. 238.

⁷² Bengtsson, O., *op. cit.* u bilj. 55., str. 488.

⁷³ *Ibid.*, str. 494. Navodi da su te klauzule prisutne u 58 % ugovora prema jednoj studiji istog autora iz 2010., a koja je obuhvatila 1804 VC ugovora. Navodi se da se *redemption right* sekvencionira na način da se primjerice jedna trećina stečenih dionica može otkupiti nakon isteka roka od pet godina, dok se druga trećina otkupljuje u šestoj, a treća trećina u osmoj godini.

⁷⁴ *Ibid.*, str. 484. Više o oblikovanju VC ugovora vidi, Triantis, G. G., *Financial Contract Design in the World of Venture Capital*, University of Chicago Law Review, 2001., vol. 68, str. 305-322.

⁷⁵ Ako je A.B. 100 % imatelj dionica u društvu XYZ, a novom emisijom dionica C.D. stekne isti broj novih dionica tada se njegov korporativni udio razrjeđuje na 50 %.

preferencijalnih dionica u redovne može imati pravo za jednu preferencijalnu steći više redovitih dionica. Spominju se još *drag-along rights* i *tag-along rights*, kao posebna prava koja se aktiviraju pri izlasku PE/VC fonda iz portfeljnog društva.⁷⁶

U kontrolna prava ubrajaju se pravo na imenovanje određenog broja članova uprave (engl. *board seats*), pravo na imenovanje većine članova uprave (engl. *board majority*),⁷⁷ pravo veta (engl. *blocking rights*).⁷⁸ Pravo veta svodi se na to da član uprave mora dobiti suglasnost PE/VC fonda u svim važnim pitanjima operativnog i financijskog poslovanja. To se odnosi na pitanja poput prodaje imovine (engl. *asset sales*), kupnje imovine (engl. *asset acquisition*), promjene poslovnog plana, izdavanja dionica i obveznica i sl.⁷⁹ Sva ta prava imaju za cilj kontinuirano nadziranje ulaganja.⁸⁰

2.5. Strategije dezinvestiranja

Strategije dezinvestiranja dio su transakcijskog dizajna, i kao takve već se planiraju u vrijeme zaključenja transakcije. Tri su tipična scenarija izlaska (*exit*). Prema Levinu,⁸¹ jedan je da se dionice portfeljnog društva ponude javnom ponudom (*IPO and subsequent public stock sale*)⁸². Druga je mogućnost prodaje tih dionica strateškom partneru, u pravilu većem i jačem predstavniku tog segmenta industrije, bilo da se ta akvizicija odvija kao oporeziva prodaja dionica tom strateškom partneru ili dolazi do pripajanja portfeljnog društva strateškom partneru,⁸³ u kojem slučaju PE/VC fond stječe dionice strateškog partnera u zamjenu za dionice portfeljnog društva. Konačno, jedan od vidova izlaska je nazadprodaja dionica portfeljnom društvu, odnosno njegovim dioničarima.⁸⁴ *Kaplan i Stromberg* opisuju kao izlaznu strategiju i prodaju portfeljnog društva upravi.⁸⁵ Neki autori govore o tomu da se uspješnom izlaznom strategijom za VC fond smatra i prodaja portfeljnog društva drugom PE/VC fondu koji tipično financira iduće poslovne runde.⁸⁶ U sklopu izlaska PE/VC fondovi ugovaraju važna zaštitna (kontrolna) prava. *Drag-along right* je takvo pravo koje omogućava PE/VC fondu koji je većinski dioničar da prisilno “uvuče” druge dioničare portfeljnog društva u prodaju dionica. *Tag-along right* je takvo pravo koje koristi PE/VC koji je manjinski dioničar na način da ako većinski dioničar odluči poduzeti prodaju dionica, tada “mora uzeti sa sobom” i dionice koje drži PE/VC

76 Bengtsson, O., *op. cit.* u bilj. 55., str. 496.

77 Radi se o metodama pridržavanja formalne kontrole nad portfeljnim društvom. Vidi više Utset, M. A., *Time-inconsistent preferences and venture capital contracting*, u Cumming, D. (ed.), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012., str. 509-541, str. 514 i dalje.

78 Bengtsson, O., *op. cit.* u bilj. 55., str. 496.

79 *Loc. cit.*

80 De Clerq, D., Manigart, S., *op. cit.* u bilj. 19., str. 194-198.

81 Levin, J. S. *op. cit.*, u bilj. 1., str. 1-12, par. 105.5.

82 *Ibid.*, str. 9-4, par. 9.

83 Prednost pripajanja je u boljem poreznom tretmanu (*tax free*). *Loc. cit.*

84 Prema nekim autorima cijena dionice se u tom slučaju izračunava po formuli deseterostruke vrijednosti dividende po dionici – tzv. *earnings per share*. *Ibid.*, str. 9-5, par. 9.

85 Kaplan, S. N., Stromberg, P., *op. cit.*, u bilj. 8, str. 499.

86 Parhankangas, A., *op. cit.* u bilj. 24., str. 267.

fond.⁸⁷ Dok se inicijalna javna ponuda smatra najboljim načinom izlaska za PE/VC fond, najnepovoljniji način izlaska je stečaj ili likvidacija portfeljnog društva.⁸⁸

3. PRAVNO UREĐENJE PRIVATE EQUITY I VENTURE CAPITAL FONDOVA U EUROPSKOJ UNIJI

Pravno uređenje PE i VC fondova nije ujednačeno na razini EU-a. No, to ne znači da AIF-ovi nisu prepoznati kao važan faktor na tržištu kapitala EU-a. Posebice nakon posljednje financijske krize iz 2008., AIF-ovi su bili u središtu rasprave o njihovu mogućem utjecaju na stabilnost financijskog sustava i ekonomije država članica,⁸⁹ iako jednoznačnog zaključka o njihovoj odgovornosti za krizu nema. No, pravo EU-a uredilo je AIF-ove na način da se pristupilo pravnom uređenju njihovih menadžera, odnosno upravitelja (dalje u tekstu: UAIF) donošenjem Direktive 2011/61/EU o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova (dalje u tekstu: AIFM Direktiva).⁹⁰ Radi se o horizontalnom uređenju koje obuhvaća sve UAIF-ove koji zadovoljavaju određene uvjete, bez obzira na to kojom vrstom AIF-a upravljaju (engl. *one size fits all*).⁹¹ Pravni ustroj AIF-ova i dalje uređuju nacionalna prava država članica. Razlog tom pristupu jest velika raznolikost pravnog uređenja AIF-ova u pravu država članica što bi njihovo usklađivanje učinilo nerazmjerno teškim.⁹²

Bez obzira na to što AIF-ovi nisu izravno predmet AIFM Direktive, oni to jesu posredno uređenjem UAIF-ova. Naime, jednom kada ulagatelji ulože u AIF, odluku kako će se ta imovina dalje ulagati donose UAIF-ovi. Stoga smatramo da se odredbama kojima se uređuje postupanje UAIF-ova pri donošenju investicijskih odluka, način upravljanja s uloženom imovinom fonda i drugo, neizravno uređuju i sami AIF-ovi, odnosno PE i VC fondovi. Hoće li AIFM Direktiva utjecati pozitivno ili negativno na *private equity* tržište u EU tek se ima vidjeti, iako je pri donošenju direktive u praksi

87 Bengtsson, O., *op. cit.* u bilj. 55., str. 496. Autor spominje još “registration rights” koje se aktiviraju kod IPO-a, te tzv. *piggyback rights*. *Ibid.*, str. 497.

88 Vidi o tome Trapido, D., Performance Implications od Venture Capital Syndication Networks, u Cumming, D. (ed.), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012., str. 401-420, str. 408. Drugi autori upućuju na povezanost uspješno obavljenih *exita* s reputacijom VC fondova, pogotovo ako se radilo o opetovanim uspješno provedenim inicijalnim javnim ponudama. Vidi više: Krishnan, C. N. V., Masulis, R. W., *Venture Capital Reputation*, u: Cumming, D. (ed.), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012., str. 61-129, str. 67.

89 Vidi pregledno u Strömquist, M., Hedge funds and financial crises, Stockholm, Sveriges Riksbank Economic Review, 1/2009, str. 87-106; Palaskas, T., Stoforos, C., Drakatos, C., Hedge Funds Development and their Role in Economic Crises, Iasi, *Annals of the Alexandru Ioan Cuza University – Economics*, vol. 60, br. 1., 2013., str. 168-181.

90 Direktiva 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i o izmjeni direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010, SL L 174, 1.7.2011., str. 1-73.

91 Vidi Van Dam, M., Mullmaier, J., Impact of AIFMD on the Private Equity Industry u Zetzsche, D. A. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 2015., str. 695 – 706, str. 695.

92 Preambula 10 AIFM Direktive.

prevladavao stav da će utjecaj biti negativan.⁹³

Analizirajući AIFM Direktivu, smatramo da će čl. 26-30. AIFM Direktive biti od posebnog interesa za PE i VC fondove. Radi se o svojevrsnom zaštitnom mehanizmu, primarno za dioničare/udjelničare portfeljnog društva (ali i druge sudionike kao što su zaposlenici portfeljnog društva) kada AIF-ovi stječu kontrolu u portfeljnom društvu (što je česta investicijska politika PE i VC fondova), pri čemu postoji određena razlika ovisno o tomu je li portfeljno društvo uvršteno ili ne. *Ratio* uređenja je postizanje transparentnosti ulaganja AIF-a i sprječavanje tzv. *asset stripping* scenarija. *Asset stripping* općenito se opisuje kao situacija u kojoj ulagatelj (u ovom slučaju AIF) ulazi u društvo radi izvlačenja njegove ekonomske supstance ili (ras)prodaje imovine tog društva, što ima negativne posljedice po društvo, jer ono bez ključne imovine ne može postići očekivane poslovne rezultate. U okviru *private equity* transakcija, do *asset strippinga* posebno može doći u slučajevima kada portfeljno društvo dobro posluje pa PE/VC fond nastoji osigurati brzi povrat duga koji je nastao pri ulaganju u portfeljno društvo i to na teret njegovih sredstava (*acquisition debt*) odnosno kada je portfeljno društvo preopterećeno obvezama isplate duga nastalog pri ulaganju PE/VC fonda (engl. *acquisition debt*) pa je potrebno prodati njegovu imovinu.⁹⁴

Pored uvjeta stjecanja kontrole nad portfeljnim društvom, da bi se čl. 26-30. AIFM Direktive primjenjivali na PE i VC fondove jest i da njima upravljaju UAIF-ovi na koje se primjenjuje AIFM Direktiva. Naime, AIFM Direktiva se ne primjenjuje na sve UAIF-ove, već je, pored drugih uvjeta (mjesto trgovanja i osnivanja AIF-ova), potrebno da je riječ o “većim” UAIF-ovima. Ti su UAIF-ovi svrstani u dvije kategorije, gdje u prvu ulaze oni koji upravljaju portfeljima AIF-ova čija imovina pod upravljanjem uključujući i korištenje financijske poluge ne prelazi prag od 100 milijuna eura, a u drugu ulaze UAIF-ovi čija imovina pod upravljanjem ne prelazi prag od 500 milijuna eura kada AIF-ovi ne koriste financijsku polugu i ne predviđaju mogućnost ostvarivanja prava isplate tijekom razdoblja od pet godina nakon početnog ulaganja u svaki AIF.⁹⁵

Iz navedenog proizlazi da AIFM Direktiva ipak u manjem opsegu uređuje PE i VC fondove, pod uvjetima da njihovi UAIF-vi ulaze u polje primjene AIFM Direktive, te da pri ulaganju stječu kontrolu nad neuvrštenim društvima ili izdavateljima. Stoga će se zaštitni mehanizam iz čl. 26.-30. AIFM Direktive analizirati u nastavku ovog rada u poglavlju br. 5.

Pored AIFM Direktive, na razini EU-a donesena je i Uredba 345/2013 o europskim fondovima poduzetničkog kapitala (dalje u tekstu: Uredba EuVECA).⁹⁶ Cilj

93 McCahery, J. A., Vermeulen, E. P. M., *Recasting private equity funds after the financial crisis: the end of “two and twenty” and the emergence of co-investments and separate accounts* u Bratton, W. W., McCahery, J. A. (ur.), *Institutional Investor Activism, Hedge Funds and Private Equity, Economic and Regulation*, Oxford University Press, 2015., str. 599 – 613, str. 604.

94 Clerc, C., *The AIFM’s Duties upon the Acquisition of Non-listed Firms* u Zetzsche, D. A. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 2015., str. 649-666, str.652.

95 Čl. 3. st. 2. t. a. i t. b. AIFM Direktive.

96 Uredba (EU) br. 345/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 17. travnja 2013. o europskim fondovima poduzetničkog kapitala, SL L 115, 25.4.2013., str. 1–17.

ove uredbe jest olakšati skupljanje kapitala VC fondovima od ulagatelja u različitim državama članicama te potaknuti ulaganja VC fondova i u subjekte osnovane u drugim državama članicama.⁹⁷ Putovnica koju EuVECA fondovi dobivaju znači da UAIF može prikupljati sredstva za VC fond u različitim državama članicama, a bez potrebe da se usklađuje za specifičnim pravilima o prikupljanju kapitala, javnom ponudom i drugim zahtjevima koji su različito uređeni nacionalnim zakonodavstvima. To je posebno važno za VC fondove nakon financijske krize od 2008., nakon čega podatci ukazuju da VC fondovi teže dolaze do kapitala.⁹⁸ Također, smatra se da će ulagatelji imati više povjerenja u VC fond nosi li oznaku EuVECA, s obzirom na zahtjeve koji svaki EuVECA fond mora ispuniti.⁹⁹

Iako se na prvi pogled čini da se ovom uredbom usklađuje pravno uređenje svih VC fondova na razini EU-a, to ipak nije tako. Prije svega, UAIF-ovi sami biraju žele li da se Uredba EuVECA primjenjuje na njih, odnosno žele li upotrebljavati oznaku EuVECA za VC fond kojim upravljaju.¹⁰⁰ Odluče li se UAIF-ovi za to, moraju zadovoljiti uvjete koji su propisani uredbom, ali ujedno uživaju i u pogodnostima EU putovnice VC fonda posluju li na tržištu različitih država članica. Nadalje, Uredba EuVECA se može primjenjivati samo na UAIF-ove koji ne ulaze u primjenu AIFM Direktive.¹⁰¹ No, ako UAIF naknadno uđe u primjenu AIFM Direktive može pod određenim uvjetima i dalje zadržati oznaku EuVECA.¹⁰² Drugim riječima, europski je zakonodavac donio Uredbu EuVECA da bi "malim" UAIF-ovima koji upravljaju VC fondovima, ali koji ne ulaze u polje primjene AIFM Direktive, omogućio korištenje iste pogodnosti, a to je EU putovnica za nuđenje i upravljanje VC fondovima.

Valja istaknuti da su Uredbom EuVECA kao ciljna skupina ulaganja tih fondova određeni SME-ovi, čime se želi potaknuti upravo njihov rast i inovativnost u okviru EU-a.¹⁰³ Tako su EuVECA fondovi dužni ulagati najmanje 70 % svoje imovine u četiri kategorije instrumenata, od kojih su tri vezane upravo uz SME-ove.¹⁰⁴

Na datum 21. prosinca 2016. bila su registrirana ukupno 33 EuVECA fondova na razini EU-a,¹⁰⁵ među kojima niti jedan iz RH. Najviše EuVECA fondova osnovano

97 Preambula 2 Uredbe EuVECA-e.

98 McCahery, J. A., Vermeulen, E. P. M., *op. cit.* u bilj. 92., str. 600. Vidi također Block, J., De Vries, G., Sandner, P., *Venture capital and the Financial crisis: an empirical study across industries and countries* u Cumming, D. (ur.) *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012., str. 37-60, str. 41 i dalje.

99 Park, B., Vermeulen, E. P. M., *The Future of Venture Capital in Europe: Applicable Lessons from the United States* u Zetsche, D. A. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 2015., str. 667-681, str. 679.

100 Čl. 1. Uredbe EuVECA.

101 Čl. 2. st. 1. t. a. Uredbe EuVECA.

102 Čl. 2. st. 2. Uredbe EuVECA.

103 To je kao cilj jasno postavljen u Preambuli 13 Uredbe EuVECA.

104 Čl. 5. Uredbe EuVECA. U kategoriji kvalificiranog ulaganja, u što EuVECA fondovi moraju ulagati najmanje 70 % svoje imovine, ulaze sljedeće kategorije instrumenata: vlasnički instrumenti ili instrumenti nalik vlasničkom instrumentu koje izdaje kvalificirani subjekt za imovinu (SME), osigurani ili neosigurani zajmovi koje EuVECA daje SME-u pod odgovarajućim uvjetima, udjeli ili dionice kvalificiranog subjekta za imovinu (SME), te dionice ili udjeli jednog ili više drugih EuVECA fondova (čl. 3. t. e. Uredbe EuVECA).

105 Registar EuVECA fondova vodi ESMA. Podatci su dostupni na web stranici: <https://registers>.

je u Njemačkoj (11), zatim slijedi Luksemburg (7), Irska (5) i druge države. Za primijetiti je da je osnovan tek mali broj tih fondova na razini EU-a, pa treba tek vidjeti hoće li EuVECA fondovi zaista zaživjeti u praksi.

Dakle, primjena režima iz Uredbe EuVECA opcionalna je za UAIF-ove. Na UAIF-ove koji ne žele koristiti oznaku EuVECA i dalje se primjenjuju nacionalna pravila država članica. Iz toga proizlazi da je pravno uređenje VC fondova i njihovih UAIF-ova i dalje mahom prepušteno nacionalnim zakonodavstvima država članica. Stoga se Uredba EuVECA neće dalje razrađivati u okviru ovoga rada.

Osim AIFM Direktive i Uredbe EuVECA, EU *private equity* tržište dotiče i nedavno donesena Uredba 2015/760 o europskim fondovima za dugoročna ulaganja (dalje u tekstu: ELTIF Uredba).¹⁰⁶ Cilj je ove uredbe poticanje dugoročnih ulaganja u europske infrastrukturne projekte i mahom neuvrštena društva koji za ulagatelje imaju karakteristiku nelikvidne imovine (te u pravilu ulagatelji nemaju mogućnosti otkupa prije završetka investicije).¹⁰⁷ Za razliku od EuVECA-e, ELTIF fond može biti samo AIF čiji UAIF ima odobrenje za rad temeljem AIFM Direktive,¹⁰⁸ što znači da Uredba ELTIF nadopunjuje već postojeći pravni okvir uveden AIFM Direktivom. Ciljna skupina ELTIF Uredbe su, između ostalih, neuvrštena društva i SME-ovi bez obzira na to jesu li uvršteni ili ne,¹⁰⁹ u koje ELTIF mora ulagati najmanje 70 % svoje imovine.¹¹⁰ S obzirom na to da su ta društva upravo ciljna portfeljna društva i PE i VC fondova, ideja EU zakonodavca bila je očigledno pobuditi interes UAIF-ova PE i VC fondova da odaberu regulatorni režim ELTIF-a. Kako je i primjena ELTIF Uredbe opcionalna za UAIF-ove,¹¹¹ ta će se uredba primjenjivati na PE i VC fondove samo ako se njihovi upravitelji na to odluče. Međutim, na datum 21. prosinca 2016. nije zabilježen niti jedan registrirani ELTIF na razini EU-a,¹¹² što jasno ukazuje da ELTIF-ovi još nisu zaživjeli u praksi.

4. PRAVNO UREĐENJE PRIVATE EQUITY I VENTURE CAPITAL FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Hrvatski zakonodavac je uređenju AIF-ova pristupio na način da je osnovne elemente tog uređenja regulirao na razini Zakona o alternativnim investicijskim fondovima (dalje u tekstu: ZAIF),¹¹³ dok je detaljnu tipologiju fondova i njihova

esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_euveca, 21.12.2016.
106 Regulation (EU) 2015/760 of the European Parliament and of the Council of 29 April 2015 on European long-term investment funds, SL L 123, 19.5.2015., str. 98–121.
107 Vidi Preambulu 1 i 15 ELTIF Uredbe.
108 Čl. 5. st. 2. zajedno s čl. 7. st. 2. ELTIF Uredbe.
109 Preambula 1 ELTIF Uredbe. Također vidi čl. 11. st. 1. ELTIF Uredbe.
110 Čl. 13. st. 1. ELTIF Uredbe. O sastavu portfelja ELTIF-a, kao i o zabranjenim investicijskim tehnikama vidi više u: Zetsche, D. A., Preiner, C. D., ELTIF versus AIFMD u Zetsche, D. A. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 2015., str. 135 – 166, str. 143 i dalje.
111 Čl. 4. ELTIF Uredbe.
112 Središnji registar za ELTIF-e vodi ESMA (čl. 3. ELTIF Uredbe), a na datum 21. prosinca 2016. nije objavljen niti jedan subjekt registriran kao ELTIF.
113 NN, 16/13, 143/14.

distinktivna obilježja uredio na razini Pravilnika o vrstama alternativnih investicijskih fondova (dalje u tekstu: Pravilnik).¹¹⁴ PE i VC fondovi detaljnije su uređeni Pravilnikom, koji PE označava kao “AIF rizičnog kapitala”, a VC fond kao “AIF poduzetničkog kapitala”. Autori će relevantna rješenja analizirati tako da se prvo obrade zajednička obilježja i rješenja za PE i VC fondove, a zatim distinktivna obilježja PE i VC fondova.

4.1. Zajednička obilježja PE i VC fondova

Prema osnovnoj tipologiji AIF-ova u Republici Hrvatskoj, svi AIF-ovi, pa tako i PE i VC fondovi se mogu osnovati kao otvoreni i zatvoreni investicijski fondovi. Osnivaju li se kao otvoreni investicijski fondovi, tada se radi o fondovima bez pravne osobnosti (zasebna imovina bez pravne osobnosti),¹¹⁵ dok se kao zatvoreni mogu osnovati u obliku dioničkog društva ili društva s ograničenom odgovornošću.¹¹⁶ Uvidom u registar HANFE o AIF-ovima u RH na dan 3. siječnja 2017., uočava se da su svi PE i VC fondovi osnovani kao otvoreni fondovi, odnosno fondovi bez pravne osobnosti.¹¹⁷ Također, u registru je upisano svega sedam PE fondova i jedan VC fond što govori u prilog relativno nerazvijenom *private equity* tržištu u RH.

Osnovno obilježje PE i VC fondova jest da se mogu nuditi isključivo privatnom ponudom,¹¹⁸ pri čemu je ponuda uvjetovana određenjem ulagatelja koji mogu ulagati u PE i VC fondove. Zbog povećane rizičnosti ulaganja u ove fondove, pri čemu se rizici povezani s ulaganjem u PE procjenjuju višim, HANFA je Pravilnikom odredila da se udjeli PE i VC fondova mogu nuditi samo profesionalnim ulagateljima.¹¹⁹ No i tu postoje razlike ovisno o tomu radi li se o ulaganju u PE ili u VC fond, a o čemu će biti više riječi u nastavku.

Pravilnikom su uređena pojedina pitanja jednoznačno za sve AIF-ove privatnom ponudom, neovisno o tomu o kojem se podtipu radi. Tako se u čl. 17. st. 1. Pravilnika, zakonodavac bavi podacima koje moraju sadržavati pravila AIF-a, a što predstavlja ključne podatke za ulagatelje koji prethode investicijskoj odluci.¹²⁰ Ističemo rješenja iz čl. 17. st. 2. Pravilnika koji propisuje što pravila AIF-a mogu, ali ne moraju sadržavati. Svi se navedeni podatci odnose na ulagatelje AIF-a, pri čemu se ističe

114 NN, 105/13, 28/15.

115 Čl. 7. st. 2. ZAIF-a.

116 Čl. 7. st. 3. ZAIF-a.

117 Vidi internet stranice HANFE na kojim se vodi registar AIF-ova u elektroničkom obliku: <http://www.hanfa.hr/registar/23/aif-fondovi?page=1> (3. siječnja 2017.).

118 Čl. 16. st. 1. t. 2. Pravilnika. Definiciju iste nalazimo u čl. 1. t. 44. ZAIF-a kao: *...svaka obavijest dana u bilo kojem obliku i uporabom bilo kojeg sredstva, koja sadrži dovoljno informacija o uvjetima ponude i ponuđenim udjelima AIF-a, da se na temelju istih ulagatelj može odlučiti na upis tih udjela, a koja je po nekoj svojoj karakteristikici uvjetovana, primjerice minimalnim iznosom ulaganja, ciljanom skupinom ulagatelja ili brojem ulagatelja.*

119 Vidi čl. 4 st. 2. i st. 3. Pravilnika.

120 Tako pravila AIF-a s privatnom ponudom moraju sadržavati: investicijsku strategiju i ciljeve AIF-a, vrstu imovine u koje AIF može ulagati i ograničenja ulaganja, profil rizičnosti AIF-a i stupanj diverzifikacije ulaganja, te okolnosti pod kojima AIF može koristiti financijsku polugu (ako je zakonom dopušteno korištenje financijske poluge za određene fondove).

moгуćnost postojanja odbora ulagatelja u okviru AIF-a.¹²¹ To smatramo posebice važnim za ulagatelja kada je PE i VC fond osnovan kao otvoreni fond, odnosno fond bez pravne osobnosti. Postojanje odbora predstavljalo bi jedini način vršenja utjecaja na upravljanje AIF-om, s obzirom na to da sklapanjem investicijskog posla u pravilu ulagatelji prepuštaju pravo upravljanja i svakodobnog donošenja odluka UAIF-u.¹²²

Pravilnikom je za sve AIF-ove s privatnom ponudom određen i sastav portfelja, odnosno u što ti AIF-ovi mogu ulagati.¹²³ Pritom su ciljne kategorije imovine i profil portfeljnih društava u koje se ulaže (kao i ograničenja tih ulaganja) detaljnije propisane za PE,¹²⁴ odnosno za VC fondove,¹²⁵ o čemu će više biti rečeno u nastavku.

4.2. Distinktivna obilježja PE i VC fondova

Distinktivna obilježja PE i VC fondova mogu se uočiti na nekoliko razina, počevši od njihovog poimanja (razlike postoje u njihovoj općoj ulagateljskoj orijentaciji) do uvjeta koje moraju ispuniti (mali) ulagatelji da bi im mogli pristupiti. Nešto su neznatnije razlike u pogledu vrsta imovine u koju odnosni fondovi mogu ulagati, no izraženije su kada su u pitanju ograničenja ulaganja, pogotovo kada je u pitanju zaduživanje, odnosno korištenje financijske poluge.

Na razini pojmovnih razlika, PE fond definiran je čl. 20. Pravilnika kao *AIF s privatnom ponudom čija se imovina pretežito ulaže u poslovne subjekte s ciljem optimiziranja njihove poslovne i financijske uspješnosti u očekivanju realiziranja povrata na uložena sredstva*. Za razliku, VC fond je u čl. 24. Pravilnika definiran kao *AIF s privatnom ponudom čija se imovina, u skladu s pravilima AIF-a pretežito ulaže u poslovne subjekte koji su novoosnovani ili su u početnim fazama poslovanja, a prema procjeni UAIF pokazuju potencijal za rast i širenje poslovanja*.

Iz navedenih definicija su vidljive razlike u ciljnim portfeljnim društvima PE

121 Ako je pravilima AIF-a određeno postojanje odbora, Pravilnik postavlja određene odrednice, iako smatramo da nisu obvezujuće s obzirom na to da je i samo postojanje odbora postavljeno kao fakultativno. To su da odbor ulagatelja ne čine svi ulagatelji, već samo predstavnici ulagatelja, da se pravilima AIF-a predvide poslove koje taj odbor obavlja, broj članova odbora te način rada (čl. 17. st. 2. t. b. Pravilnika).

122 O posebnostima ugovora o ulaganju, te time i položaja ulagatelja u fondove vidi u: Braut Filipović, M., *Pravni položaj i odgovornosti depozitara UCITS fondova*, Rijeka, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, e-izdanje, 2015., str. 17.

123 Čl. 18. st. 1. Pravilnika. Tako se imovina može sastojati od: 1. prenosivih vrijednosnih papira ili instrumenata tržišta novca, 2. poslovnih udjela društava s ograničenom odgovornošću ili uloga u drugim trgovačkim društvima, 3. instrumenata nalik vlasničkim instrumentima, 4. udjela AIF-ova ili UCITS fondova iz RH ili iz druge države članice, te udjela investicijskih fondova s odobrenjem za rad koje je izdalo nadležno tijelo iz treće države ili dionica investicijskih fondova, 5. depozita kod kreditnih institucija koje imaju registrirano sjedište u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili trećoj državi, 6. izvedenih financijskih instrumenata kojima se trguje na uređenom tržištu u smislu zakona koji uređuje tržište kapitala u RH, državi članici i trećoj državi, ili izvedenih financijskih instrumenata kojima se trguje izvan uređenog tržišta (neuvrštene OTC izvedenice), 7. potraživanja po danim zajmovima, 8. nekretnina, 9. roba, 10. novca na računima, 11. drugih vrsta imovine ako je isto izričito predviđeno pravilima AIF-a.

124 Vidi čl. 20. i 22. Pravilnika.

125 Vidi čl. 24. i 25. Pravilnika.

i VC fondova. Ciljno portfeljno društvo VC fonda jasnije je opisano u čl. 25. st. 6. Pravilnika koji navodi da su to poslovni subjekti koji nisu uvršteni niti se njima (odnosno njihovim financijskim instrumentima, *op. aut.*) trguje na uređenom tržištu ili multilateralnoj trgovinskoj platformi u RH, državi članici ili trećoj državi u vrijeme kada ih AIF stječe. Mora se raditi i o “poslovnom subjektu” koji ima manje od 250 zaposlenih radnika, ostvaruje manje od 400 milijuna kuna prihoda godišnje i čija ukupna aktiva iznosi najviše 344 milijuna kuna (radi se o SME-ovima). Također mora imati sjedište u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili u trećoj državi.¹²⁶ Slijedom navedenog izvodi se zaključak da su ciljna portfeljna društva VC fondova srednja i mala neuvrštena društva (SME). Za PE AIF-ove ne postoje ta ograničenja u profilu portfeljnih društava što znači da ne igra ulogu veličina društva niti okolnost radi li se o uvrštenom ili neuvrštenom društvu, iako pojam *private equity* podrazumijeva prije svega ulaganja u neuvrštena društva.

Kada su u pitanju ulagatelji kojima se mogu nuditi udjeli pojedinih AIF-ova, regulator je pristupio uređenju tog pitanja na način da je općenito za sve fondove s privatnom ponudom (a u tu grupu se ubrajaju i PE i VC fondovi) odredio da se njihovi udjeli mogu nuditi sljedećim kategorijama ulagatelja: profesionalnim ulagateljima, odnosno ulagateljima koji se na vlastiti zahtjev mogu tretirati kao profesionalni ulagatelji prema zakonu koji uređuje tržište kapitala¹²⁷ te kvalificiranim ulagateljima.¹²⁸ U čl. 5. Pravilnika dalje se razrađuje pojam kvalificiranog ulagatelja, koji je primjenjiv za sve AIF-ove privatnom ponudom osim PE fondove, s obzirom na to da PE fondovi imaju “svoju vlastitu definiciju pojma” kvalificiranog ulagatelja sadržanu u čl. 4. st. 3. Pravilnika. Za sve AIF-ove privatnom ponudom polazi se od toga da je to mali ulagatelj koji treba zadovoljiti neke uvjete da bi ga se smatralo kvalificiranim ulagateljem. Taj ulagatelj prema čl. 5. st. 1. Pravilnika mora ispuniti tri kumulativno postavljena uvjeta: za potrebe ulaganja u udjele jednog AIF-a mora se obvezati uplatiti jednokratnom uplatom minimalno 400.000,00 kuna,¹²⁹ dok vrijednost njegove neto imovine mora biti minimalno 3.000.000,00 kuna. K tome, UAIF mora procijeniti da ulagatelj posjeduje dovoljno iskustva i stručnog znanja da je sposoban

126 Postoje i negativni uvjeti: ne smije se raditi o “subjektu za zajednička ulaganja” (a to je fond, *op. aut.*), niti o financijskoj instituciji kao što su: kreditna institucija, financijski holding niti mješoviti holding u smislu zakona koji uređuje osnivanje i rad kreditnih institucija, investicijsko društvo te osiguravajuće društvo. Vidi čl. 25. st. 6. t. c. i t. d. Pravilnika.

127 Kada upućuje na zakon kojim se uređuje tržište kapitala, Pravilnik upućuje na kategorizaciju ulagatelja koja postoji u Zakonu o tržištu kapitala i koja razlikuje *klijente koji se smatraju profesionalnim ulagateljima* koji su definirani čl. 61. ZTK-a od *klijenata koji se na vlastiti zahtjev mogu tretirati kao profesionalni ulagatelji* koje uređuje čl. 63. ZTK. Da bi se mali ulagatelj mogao tretirati kao profesionalni (čl. 63. ZTK), osim vlastitog zahtjeva trebaju biti zadovoljena najmanje dva od sljedećih kriterija: 1. klijent je na za njega mjerodavnom tržištu kapitala izvršio prosječno deset transakcija značajne vrijednosti, unutar svakog tromjesečja, unatrag godine dana, 2. veličina klijentovog portfelja financijskih instrumenata prelazi 4.000.000 kuna, 3. klijent radi ili je radio u financijskom sektoru najmanje godinu dana na poslovima koji zahtijevaju znanje o planiranim transakcijama ili uslugama. Vidi i kategorizaciju klijenata koji se smatraju profesionalnim ulagateljima a koju opisuje čl. 61. st. 2. ZTK-a.

128 Čl. 4. st. 2. Pravilnika.

129 Iznimno, temeljem čl. 24. st. 4. Pravilnika uplata može biti i višekratna.

razumjeti uključene rizike te da je ulaganje u AIF u skladu s njegovim ulagačkim ciljevima. No, ako se netko već smatra profesionalnim ulagateljem temeljem ZTK-a (čl. 61. ZTK) ili je temeljem svog zahtjeva dobio taj status (čl. 63. ZTK) ta osoba ne mora posebno dokazivati svoj status “kvalificiranog” ulagatelja temeljem naprijed navedene odredbe Pravilnika, pa je i ona prikladan ulagatelj u AIF privatnom ponudom, pa tako i u VC fond.¹³⁰

Za razliku, “ulagački pragovi” za kvalificiranog ulagatelja koji želi uložiti u PE fond postavljeni su na višoj razini. Da bi (mali) ulagatelj bio ovlašten ulagati kao kvalificirani ulagatelj u PE fond mora ispuniti kumulativno tri uvjeta.¹³¹ Njegova uplata mora biti minimalno 2.000.000,00 kuna, vrijednost njegove imovine mora biti minimalno 10.000.000,00 kuna, dok je treći kriterij isti kao i za ulagatelje u druge fondove, tj. UAIF mora procijeniti da ulagatelj posjeduje dovoljno iskustva i stručnog znanja da je sposoban razumjeti uključene rizike te da je ulaganje u PE u skladu s njegovim ulagačkim ciljevima. Višekratne uplate u PE fond u pravilu su moguće,¹³² no najniži iznos ukupne obveze uplate pojedinog ulagatelja u PE fond iznosi 2.000.000,00 kuna.¹³³ Za ulagatelje PE fondova regulator u čl. 23. Pravilnika još predviđa obvezu UAIF-a da uredi postupke i mehanizme kojima će ulagateljima omogućiti sudjelovanje u odlučivanju u pitanjima koja su bitna za PE fond.¹³⁴ Iz svega naprijed navedenog razvidno je da kvalificirani ulagatelj u VC fond mora ispuniti niže pragove glede visine minimalne uplate te vrijednosti njegove imovine. Ova distinkcija proizlazi iz profila rizičnosti samih PE i VC fondova, s obzirom na to da je PE fondovima dopuštena uporaba instrumenta financijske poluge, a VC fondovima

130 Iako se ovaj zaključak nameće kao jedini ispravan i logičan, njegova održivost je dovedena u pitanje ako se uvjeti propisani u čl. 5. i 7. Pravilnika dovedu u vezu s onima iz čl. 63. ZTK-a. Taj zakonski članak ZTK dopušta malim ulagateljima pribavljanje statusa profesionalnog ulagatelja i kada uopće ne raspolažu imovinom određene veličine, što bi značilo da onaj mali ulagatelj koji je stekao status profesionalnog temeljem čl. 63. ZTK ne bi morao dosizati “financijske” pragove navedene u čl. 5. i 7. Pravilnika kada ulaže u neki PE ili VC fond. Postavlja se pitanje je li regulator htio da netko tko je stekao status profesionalnog ulagatelja temeljem čl. 63. ZTK-a bude oslobođen primjene navedenih financijskih pragova. Ako bi i taj mali ulagatelj, koji je temeljem čl. 63. ZTK-a, ostvario status profesionalnog ulagatelja bez da ima određenu veličinu imovine, bio prikladan za ulaganje u AIF, to bi stvorilo veliku nejednakost između samih ulagatelja. No takav ulagatelj koji bi primjerice htio ulagati u PE fond, morao bi osigurati temeljem druge odredbe Pravilnika, one sadržane u čl. 21. st. 6. *najniži iznos ukupne obveze uplate u visini od 2.000.000,00 kuna* pa se nameće zaključak da ipak ne postoji (mali) ulagatelj koji bi bio *eligible* za ulaganje u PE fond bez da raspolaže imovinom spremnom za ulaganje. No takvog zaštitnog propisa, u smislu određenja iznosa najmanje uplate, kada je u pitanju ulaganje u VC fond nema, pa bi u tom slučaju bilo bitno ono što stoji u pravilima fonda.

131 Čl. 7. st. 1. Pravilnika.

132 Čl. 21. st. 2. Pravilnika.

133 Čl. 21. st. 6. Pravilnika.

134 Radi se o sljedećim pitanjima u kojima dolaze do izražaja prava ulagatelja: sudjelovanje u potvrđivanju odluke o izboru revizora AIF-a, sudjelovanje u odlučivanju o promjeni investicijske strategije i/ili ciljeva AIF-a, ograničenja ulaganja i sektora ulaganja koja su sastavni dio pravila AIF-a, sudjelovanje u usvajanju financijskih izvještaja AIF-a, donošenje odluke o prijenosu poslova upravljanja na drugi UAIF, davanje drugih suglasnosti i odobrenja UAIF-u, dobivanje informacija o stanju imovine AIF-a, investicijskim mogućnostima ili o drugim okolnostima bitnim za upravljanje imovinom AIF-a. Vidi čl. 23. t. a. – f. Pravilnika.

samo “u strogo kontroliranim uvjetima” o kojima će naprijed biti govora.¹³⁵

Razlika između PE i VC fondova ne uočava se u toj mjeri na razini sastava portfelja, odnosno kategorija imovine u koju ti fondovi mogu ulagati, osim što su VC fondovi načelno više usmjereni na poslovne subjekte, tj. portfeljna društva koja su “novoosnovana ili u početnim fazama poslovanja”, a PE fondovi na poslovne subjekte koje žele “optimizirati”, o kojoj razlici je već bilo govora s aspekta razlika koje postoje između ciljnih portfeljnih društava PE i VC fondova.

Kada se opisuju ciljne vrste financijskih instrumenata u koje PE fondovi ulažu, one su sadržane u čl. 20. Pravilnika u kojem se navodi da PE fond ulaže u “vlasničke instrumente” ili “instrumente nalik vlasničkim instrumentima.”¹³⁶ Za potonje se u čl. 20. st. 3. Pravilnika nudi primjerična lista tih instrumenata: podređeni zajmovi (engl. *subordinated loans*), tiho sudjelovanje (engl. *silent participation*), sudjelujući zajmovi (engl. *participating loans*), prava na udio u dobiti (engl. *profit participating rights*), zamjenjive obveznice (engl. *convertible bonds*) i obveznice s varantima (engl. *bonds with warrants*). Pravilnik dopušta da se kao dopuna ulaganja u vlasničke instrumente i instrumentima nalik vlasničkim, ali ne i kao zamjena za njih, iz imovine PE fondova daju osigurani ili neosigurani zajmovi (kao što je primjerice *bridge financing*),¹³⁷ no oni mogu biti odobreni isključivo poslovnom subjektu u kojeg je PE fond već uložio te pod uvjetom da se za takve zajmove ne upotrebljava više od 30 % veličine PE fonda.¹³⁸ Slično, čl. 24. Pravilnika replicira ove vrste financijskih instrumenata kao “prikladnu” imovinu u koju ulažu VC fondovi te replicira i uvjete glede davanja osiguranih i neosiguranih zajmova kao što je to propisano za PE fondove.

U pogledu ograničenja ulaganja, temeljno načelo disperzije rizika između ulaganja u određene kategorije imovine glasi da se najmanje 70 % imovine PE fonda mora uložiti u vlasničke instrumente i instrumente nalik vlasničkim (čl. 22. st. 2. Pravilnika). No, PE fond se sam može zadužiti (odnosno to čini UAIF za račun PE fonda) ili izdati dužničke financijske instrumente ili dati jamstva. Pritom svi ti oblici zaduživanja ili jamstava kao i najveći iznos financijske poluge moraju biti navedeni u pravilima AIF-a. Iz ovoga slijedi da je korištenje instrumenta financijske poluge dopustivo za PE fond, pod uvjetom da je ono opisano po vrsnoći i određeno gornjom granicom izloženosti.

Kada je riječ o ograničenjima ulaganja VC fondova, u čl. 25. st. 1. Pravilnika također se replicira pravilo da se najmanje 70 % imovine VC fonda mora uložiti u imovinu poslovnih subjekata koji su inače *target* njihova ulaganja (neuvršteni SME-i). Koje se sve vrste imovine smatraju prikladnima unutar toga zadanog postotka, razrađuje se u stavku 7. tog istog članka. Čl. 25. st. 7. Pravilnika opisuje kao prikladne razne vrste vlasničkih i kvazivlasničkih instrumenata koje je izdao taj neuvršteni

¹³⁵ Čl. 25. st. 4. Pravilnika.

¹³⁶ Prema čl. 20. st. 3. Pravilnika *instrumenti nalik vlasničkim instrumentima obuhvaćaju vrstu instrumenta financiranja koja je kombinacija vlasničkog kapitala i duga, pri čemu je povrat od instrumenta povezan s dobiti ili gubitkom poslovnog subjekta u kojeg je AIF uložio, a otplata instrumenta u slučaju neispunavanja obveza nije potpuno osigurana.*

¹³⁷ Čl. 20. st. 4. Pravilnika.

¹³⁸ Veličina PE fonda kao pojam definirana je u čl. 21. st. 4. Pravilnika.

poslovni subjekt (SME) ili njegov “većinski vlasnik”,¹³⁹ no u taj izračun ulaze i oni udjeli/dionice tog poslovnog subjekta koje je VC fond stekao od postojećih imatelja udjela ili dioničara.¹⁴⁰ Tu se ubrajaju još i osigurani ili neosigurani zajmovi (dužnički financijski instrumenti) koje VC fond dao tom poslovnom subjektu u kojem već ima ulaganja pod uvjetom da se za te zajmove ne upotrebljava više od 30 % veličine AIF-a.¹⁴¹

No ulaganja koja se ubrajaju u pravilo “najmanje 70 %” odnose se i na ulaganja u druge VC fondove (a ne samo ciljna portfeljna društva!) pod uvjetom da ti VC fondovi i sami nisu uložili više od 10 % veličine AIF-a u druge VC fondove.¹⁴² Time su ulaganja u udjele ili dionice jednog ili više VC fondova izjednačena s ulaganjem u ciljna portfeljna društva, a radi dosezanja potrebnog praga ulaganja od “najmanje 70 %”, iako u potonjem slučaju UAIF-ovi, ulažući imovinu svog VC fonda u udjele ili dionice drugih VC fondova koriste ekspertizu i upravljačke vještine menadžera drugih VC fondova.

Značajna razlika između PE i VC fondova postoji u mogućnostima korištenja financijske poluge. VC fondovima prema čl. 25. st. 3. Pravilnika nije dopuštena uporaba financijske poluge na razini VC fonda. Čl. 25. st. 4. Pravilnika napominje da je UAIF-u koji upravlja VC fondom dopušteno samo zaduživanje, izdavanje dužničkih financijskih instrumenata ili pružanje jamstava na razini VC fonda, pod uvjetom da su takva zaduživanja, izdavanje dužničkih financijskih instrumenata ili jamstava pokriveni obvezom uplate kapitala na poziv i ne dovode do povećanja izloženosti AIF-a iznad razine obveza uplate kapitala. S druge strane, PE fondovi mogu koristiti financijsku polugu, pod jedinim uvjetom da se najveći iznos financijske poluge navede u pravilima AIF-a.¹⁴³

Što se tiče vremenskog ograničenja trajanja fonda, Pravilnik određuje da se PE fond može osnovati samo na određeno vrijeme.¹⁴⁴ Za razliku od PE fondova, za VC fondove nije izrijekom uređeno da se radi o fondovima osnovanim na određeno vrijeme, iako je i to njihov uobičajen način djelovanja što je prikazano poglavlju br. 2. ovog rada.

5. POSEBNO UREĐENJE ZA AIF-OVE KOJI STJEČU KONTROLU NAD NEUVRŠTENIM DRUŠTVIMA ILI U IZDAVATELJIMA KOJI KOTIRAJU NA UREĐENOM TRŽIŠTU

S obzirom da PE i VC fondovi često zauzimaju položaj kontrole u društvima u koje ulažu, takav utjecaj može biti pozitivan ili negativan po portfeljno društvo. Najveća bojazan portfeljnog društva jest da fondovi ulaze u njegovu strukturu s ciljem *asset strippinga*, odnosno radi izvlačenja ili prodaje imovine tog društva što se može

¹³⁹ Čl. 25. st. 7. t. a., treća alineja Pravilnika.

¹⁴⁰ Čl. 25. st. 7. t. c. Pravilnika.

¹⁴¹ Čl. 25. st. 7. t. b. Pravilnika.

¹⁴² Čl. 25. st. 7. t. d. Pravilnika.

¹⁴³ Čl. 22. st. 6. Pravilnika.

¹⁴⁴ Čl. 21. st. 3. Pravilnika.

vrlo negativno odraziti na poslovanje društva. Stoga se pri usvajanju AIFM Direktive raspravljalo upravo o načinu na koji bi se zaštitilo dioničare/udjelničare portfeljnog društva nakon što AIF uđe u strukturu društva tako da u njemu stekne kontrolu.¹⁴⁵ Usvojeni pristup oslanja se na transparentnost ulaganja AIF-ova prema portfeljnom društvu i ostalim dioničarima/udjelničarima te (relativnoj) zabrani *asset stripping* radnji. Zbog investicijskih politika PE i VC fondova, upravo su oni najveći kandidati za primjenu usvojenih rješenja. Stoga će se u nastavku analizirati relevantna rješenja AIFM Direktive i hrvatskoga zakonodavca.

5.1. Na razini EU-a - AIFM Direktiva

AIFM Direktivom uređuju se obveze AIF-ova kada stječu kontrolu nad neuvrštenim društvima i izdavateljima u čl. 26-30. Da bi se navedene odredbe primjenjivale na PE i VC fondove, potrebno je da se zadovoljiti određene uvjete. Radi se o kumulativnim uvjetima koji se odnose na status UAIF-ova koji upravljaju PE/VC fondovima, prelasku kontrolnog praga u portfeljnom društvu i određenja na koja će se portfeljna društva primjenjivati zaštitni mehanizmi AIFM Direktive.

5.1.1. Uvjeti za primjenu čl. 26.-30. AIFM Direktive na PE i VC fondove

Kao prvo, UAIF koji upravlja PE ili VC fondom mora prijeći zadani prag da bi se AIFM Direktiva na njega primjenjivala ili optirati za primjenu AIFM Direktive ako ne prelazi zadani prag,¹⁴⁶ o čemu je više rečeno u poglavlju br. 3. ovog rada. Ukoliko ne spada pod režim AIFM Direktive, zaštitni mehanizam iz čl. 26.-30. neće se primjenjivati na taj UAIF, osim ako države članice u nacionalnim zakonodavstvima izrijeком ne prošire njihovu primjenu na sve UAIF-ove.

Drugo, da bi se zaštitni mehanizam iz čl. 26.-30. AIFM Direktive primjenjivao, potrebno je da UAIF koji upravlja PE ili VC fondom prijeđe kontrolni prag, odnosno da stekne kontrolu (pojedinačno ili s više AIF-ova kojima upravlja ili zajednički s drugim UAIF-om) nad neuvrštenim društvom¹⁴⁷ ili nad izdavateljima, tj. nad uvrštenim društvima.¹⁴⁸ Kontrolni prag za neuvrštena društva izrijeком je određen, a iznosi više od 50 % prava glasa u društvu.¹⁴⁹ Za izdavatelje, odnosno uvrštena društva kontrolni prag se izračunava u skladu s Direktivom 2004/25/EZ o preuzimanju, a koja je to prepustila nacionalnim rješenjima država članica.¹⁵⁰

145 Commission staff working document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC - Impact assessment, SEC/2009/0576 final (dalje u tekstu: Impact assessment AIFM Direktive), str. 26.

146 Čl. 3. st. 2. i st. 4. AIFM Direktive.

147 Čl. 26. st. 1. AIFM Direktive.

148 Čl. 26. st. 4. AIFM Direktive.

149 Čl. 26. st. 5. AIFM Direktive, koji uređuje i pravila izračuna tih glasova.

150 Čl. 26. st. 5. AIFM Direktive poziva se na primjenu Direktive 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje, SL L 142, 30.4.2004., str. 12-23.

Postavljeni prag za neuvrštena društva iznimno je visok.¹⁵¹ U Prijedlogu AIFM Direktive, predložen je puno niži prag – 30 % prava glasa,¹⁵² vjerojatno prema uzoru na kontrolni prag koji je okidač za dužnost objave obavezne ponude za preuzimanje uvrštenih dioničkih društava koji u prosjeku među državama članicama iznosi oko 30 % prava glasa.¹⁵³ Osim što je konačno usvojen kontrolni prag postavljen visoko, definicija kontrole pored neposrednog ostvarivanja prava glasa, obuhvaća još samo dva tipična slučaja stjecanja kontrole temeljem zajedničkog djelovanja. Prvi slučaj obuhvaća društvo kojeg kontrolira AIF, a drugi fizičke ili pravne osobe koje djeluju u svoje ime, ali za račun AIF-a ili društva kojeg kontrolira AIF.¹⁵⁴ Time nisu obuhvaćeni svi oblici zajedničkog djelovanja radi stjecanja kontrole, kao što bi to primjerice bilo djelovanje AIF-a s drugim članom portfeljnog društva (koji nije drugi UAIF) temeljem sporazuma.¹⁵⁵ Nadalje, u samoj AIFM Direktivi se za sve ostale slučajeve, osim za potrebe uređenja čl. 26.-30., za izračun kontrole poziva na drugo rješenje, i to ono iz Direktive 83/349/EEZ¹⁵⁶ koje obuhvaća puno širi koncept kontrole. Time se nameće zaključak da je usvojen koncept kontrole blaži u usporedbi s drugim rješenjima na razini EU-a, ali i u okviru same AIFM Direktive, te će teže doći do “okidanja” zaštitnih mehanizama za ulagatelje/dioničare portfeljnih društava koje je AIFM Direktiva uvela kada AIF-ovi (u pravilu PE i VC fondovi) stječu kontrolu nad neuvrštenim društvima. Određene korektivne mehanizme u smislu potpunijih pravila o stjecanju kontrole a time i lakšeg ostvarivanja uvjeta za primjenu zaštitnih mehanizama iz čl. 26.-30. AIFM Direktive mogu usvojiti države članice pri transpoziciji AIFM Direktive,¹⁵⁷ s obzirom na to da su slobodne usvajati stroža pravila od onih predviđenih AIFM Direktivom.¹⁵⁸

Treće, izrijekom je uređeno na koja će se neuvrštena portfeljna društva, a nad kojima UAIF ima kontrolu primjenjivati zaštitni mehanizmi AIFM Direktive. To je

151 Za usporedbu, u hrvatskome je pravu za uvrštena dionička društva usvojen kontrolni prag od 2 5% + 1 pravo glasa za preuzimanje dioničkih društava, jer se već s tim postotkom može spriječiti donošenje najznačajnijih odluka na glavnoj skupštini. Čl. 5. st. 4. Zakona o preuzimanju, NN, 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13. Taj se prag u domaćoj pravnoj literaturi kritizira kao nizak. Za raspravu o tomu vidi više u: Čulinović-Herc, A., Zubović, A., (Ne)objavljivanje podataka o promjenama u korporativnoj strukturi uvrštenog dioničkog društva i utjecaj na prelazak kontrolnog praga – novi pojavnici oblici držanja dionica ispod radara regulatora, Rijeka, Zbornik Pravnog fakulteta u Rijeci, vol. 34., br. 1., 2013., str. 37-81, str. 53 i dalje.

152 Vidi čl. 26. st. 1. t. a. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC, COM/2009/0207 final (dalje u tekstu Prijedlog AIFM Direktive).

153 Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, COM(2012) 347 final, Brussels, 28.6.2012., str. 5.

154 Čl. 26. st. 5. AIFM Direktive.

155 Vidi usporedbu s čl. 5 Zakona o preuzimanju.

156 Na primjenu ove direktive poziva se čl. 4. st. 1. t. i. AIFM Direktive. 83/349/EEZ: Sedma direktiva Vijeća od 13. lipnja 1983. na temelju članka 54. stavka 3. točke (g) Ugovora o konsolidiranim financijskim izvještajima SL L 193, 18.7.1983., str. 1–17.

157 Za takav zaključak vidi i Clerc, C., *op. cit.*, str. 660.

158 Čl. 26. st. 7. AIFM Direktive.

napravljeno metodom negativne enumeracije. Dakle, zaštitni mehanizam neće se primjenjivati na mala i srednja poduzeća (dalje u tekstu: SME) i na subjekte čija je namjena kupnja, posjedovanje ili upravljanje nekretninama.¹⁵⁹ Za razliku od toga, zaštitni mehanizam iz čl. 26.-30. AIFM Direktive primjenjuje se na sva uvrštena društva u kojima UAIF stječe kontrolu. *Ratio* usvojene iznimke za SME jest što se smatra da bi dodatne obveze za PE, a posebice VC fondove, predstavljale preveliko opterećenje, osobito u slučaju manjih ulaganja u neuvrštena SME.¹⁶⁰ Takvo bi opterećenje za posljedicu moglo imati smanjenje pritjecanja PE/VC kapitala u SME, što bi bilo u suprotnosti s usvojenom politikom poticanja razvoja tih poduzeća.¹⁶¹ Unatoč usvojenom stavu, pri donošenju AIFM Direktive isticali su se i argumenti u prilog stavu da se zaštitni mehanizam iz čl. 36.-30. AIFM Direktive protegne i na SME. Glavni argumenti su bili da se interesi dioničara/udjelničara SME-ova ne razlikuju od interesa drugih dioničara/udjelničara (posebice glede sprječavanja *asset stripping*), te da i nadležna tijela imaju interes znati kako PE/VC fondovi financiraju i kontroliraju SME-ove i to upravo zbog politike financiranja zaduživanjem (posebice nakon financijske krize iz 2008. kada mnoga portfeljna društva financirana *private equity* kapitalom imaju problem s vraćanjem duga).¹⁶² No, unatoč navedenoj raspravi, ipak je usvojen stav prema kojemu se SME izuzimaju iz primjene protektivnog režima usvojenog u čl. 36.-30. AIFM Direktive.

5.1.1.1. Analiza zaštitnog mehanizma iz čl. 26.-30. AIFM Direktive

Zaštitnim mehanizmom iz čl. 26.-30. AIFM Direktive određeno je koje se subjekte štiti kao i *modus* zaštite. Subjekt kojemu se nameću povećane obaveze je UAIF koji upravlja AIF-om koji stječe kontrolu nad portfeljnim društvom. Pritom se obveze UAIF-a razlikuju ovisno o tomu je li portfeljno društvo neuvršteno ili uvršteno. U oba slučaja, obveze UAIF-a možemo podijeliti u dvije glavne kategorije: obveza transparentnosti o ulaganju i sprječavanje *asset stripping* radnji pod određenim uvjetima, što će se analizirati u nastavku.

159 Čl. 26. st. 2. AIFM Direktive. Za određenje malih i srednjih poduzeća, AIFM Direktiva se poziva na Preporuku Komisije 2003/361/EZ od 6. svibnja 2003. o definiciji mikro, malih i srednjih poduzeća, SL L 124, 20.5.2003. Prema čl. 2., st. 1., SME je određen kao poduzeće koje zapošljava manje od 250 osoba i ima godišnji prihod koji ne prelazi 50 milijuna eura i/ili ima godišnju ukupnu aktivu koja ne prelazi 43 milijuna eura. Unutar kategorije SME poduzeća, uredba razlikuje mala poduzeća koja zapošljavaju manje od 50 osoba i čiji godišnji prihod i/ili godišnja ukupna aktiva ne prelazi deset milijuna eura (čl. 2. st. 2.), i mikro poduzeća koja zapošljavaju manje od deset osoba i čiji godišnji prihod i/ili godišnja ukupna aktiva ne prelazi 2 milijuna eura (čl. 2. st. 3.).

160 Impact assessment AIFM Direktive, *op. cit.* u bilj. 144., str. 51.

161 S problemom nedostatka financiranja od strane trećih osoba, odnosno s nedostatkom ulagatelja kao zaprekom razvoja društava, posebice SME-ova, povezuje se pojam *equity gap* o kojemu se dosta raspravlja. Upravo se VC i PE fondovi percipiraju kao subjekti koji bi mogli doprinijeti smanjenju *equity gap*a za SME-ove. Vidi Murray, G. C., *Venture Capital and government policy* u Zetzsche, D. A. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 2015., str. 113-151, str.117.

162 Clerc, C., *op. cit.* u bilj. 93., str. 657. Vidi također Impact assessment AIFM Direktive, *op. cit.* u bilj. 144., str. 22.

5.1.1.2. Subjekti zaštite

Zaštitnim mehanizmom iz čl. 26.-30. AIFM Direktive štite se interesi portfeljnog društva i njegovih dioničara, zaposlenika portfeljnog društva, ali i ulagatelja samog AIF-a koji stječe kontrolu nad portfeljnim društvom.

Na prvome se mjestu kao adresat zaštite uvijek navodi portfeljno društvo i njegovi dioničari. U okviru obveze transparentnosti o ulaganju UAIF-a, primarno se štite interesi manjinskih dioničara/udjelničara, koji nakon što dobiju informacije iz čl. 27.-29. AIFM Direktive mogu zaštititi svoje interese. Tako je ako se radi o neuvrštenome društvu UAIF dužan obavijestiti portfeljno društvo i njegove dioničare o stjecanju kontrole (čl. 27. AIFM Direktive), objaviti nakon stjecanja kontrole informacije iz čl. 28 AIFM Direktive te uvrstiti dodatne informacije u godišnja financijska izvješća portfeljnog društva ili AIF-a (čl. 29 AIFM Direktive). Ako se radi o uvrštenome društvu, tada je UAIF dužan objaviti samo informacije iz čl. 28. st. 1.-3. AIFM Direktive.

Zanimljivo je da komparativno provedene studije ukazuju da se cijena dionica/udjela portfeljnog društva povećava u razdoblju neposredno nakon što AIF uđe u društvo (što uključuje i slučaj kada PE i VC fondovi ulaze u društvo),¹⁶³ što ide u korist svih dioničara/udjelničara društva. No, dostupni podatci govore samo o *short-term*, tj. kratkoročnim učincima koji su pozitivni, dok su podatci dvojbeni kada se razmatraju *long-term*, tj. dugoročni učinci ulaganja AIF-a (a time i PE i VC fondova) u portfeljno društvo,¹⁶⁴ neovisno o tomu radi li se o uvrštenom ili o neuvrštenom društvu.

Zaštita dioničara/udjelničara portfeljnog društva cilj je i u okviru čl. 30. AIFM Direktive o sprječavanju *asset stripping* radnji pod određenim uvjetima. Pri tomu se otvaraju određene dvojbe. Naime, kada AIF (što može biti i PE i VC fond) uđe u strukturu društva te postane njegov dioničar, postavlja se pitanje u čijem je interesu UAIF/AIF dužan djelovati – u interesu svojih ulagatelja (ulagatelja AIF-a kojim UAIF upravlja) ili u interesu društva čiji je dioničar (portfeljno društvo). Dok za portfeljno društvo *asset stripping* radnja u pravilu ima negativne posljedice, to za AIF i njegove ulagatelje koji si primjerice nastoje isposlovati odluku o isplati većih iznosa dobiti portfeljnog društva (posebice u slučajevima kratkoročnih ulaganja) može imati vrlo pozitivan učinak. Odredbama o sprječavanju *asset stripping* radnji iz čl. 30. AIFM Direktive čini se da je europski zakonodavac prednost dao zaštititi interesa dioničara portfeljnog društva. Drugim riječima, od UAIF-a se traži da u slučaju sukoba interesa između svojih ulagatelja i dioničara portfeljnog društva, prednost da interesima dioničara portfeljnog društva. Ovakvo je rješenje prilično revolucionarno s aspekta

163 AIMA, Simmons&Simmons, *Unlocking value: the role of activist alternative investment managers*. 2015., http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150223_AIMA.pdf, 22. prosinca 2016., str. 48. Također vidi i Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., Thomas, R. S., Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance u Bratton, W.W., McCahery, J. A. (ur.), *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*, Oxford University Press, 2015., str. 261-304, str. 286.

164 Coffe, J. C. Hedge Fund Activism: What do we Know nad not Know? U: Bratton, W.W., McCahery, J. A. (ur.), *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*, Oxford University Press, 2015., str. 694-706, str. 697.

dosadašnje politike uređenja fondovske industrije na razini EU-a, koja se do sada mahom temeljila na zaštiti interesa ulagatelja, a ne i dioničara/portfeljnog društva u koje ulaže fond.¹⁶⁵ Također, time se postavljaju brojna druga pitanja. Primjerice, je li time stvorena nova “klasa” dioničara u okviru društva, gdje za jedne dioničare – AIF-ove koji su stekli kontrolu – vrijede pravila koja ne obvezuju druge dioničare – niti u slučaju kada bi drugi većinski dioničari koji nisu AIF-ovi također stekli kontrolu nad društvom. Postavlja se i pitanje tko plaća UAIF – ulagatelji AIF-a ili dioničari portfeljnog društva, te stoga koji je tu ekonomski *ratio* za uvođenje obveze UAIF-a da djeluje u korist dioničara, a na štetu ulagatelja?

Unatoč pitanjima koje ovakvo rješenje otvara, smatramo da je uvođenje odredbi o sprječavanju *asset stripping* radnji u AIFM Direktivi pozitivan iskorak prema novopostavljenom cilju, a to je društveno odgovorno poslovanje AIF-ova (pri čemu zakonodavac koristi pojam *public accountability*),¹⁶⁶ kada ulažu u društva na način da u njima stječu kontrolu.¹⁶⁷ Time se ne štite samo interesi dioničara portfeljnog društva već se postiže i veći stupanj povjerenja između društava i AIF-ova koji ih mogu opskrbljivati novim kapitalom. Takva sinergija može dovesti do boljih poslovnih rezultata, čime raste i ekonomsko tržište EU-a. No, bez obzira na pozitivne učinke, smatramo da se treba pozabaviti i negativnim posljedicama ovakvog rješenja. Tako bi se primjerice *de lege ferenda* trebalo usvojiti rješenje kojime bi se i drugim subjektima, osim AIF-ova/UAIF-ova, pod istim uvjetima nametnula obveza sprječavanja *asset stripping* radnji. Međutim, iako je to europski zakonodavac propustio učiniti, nema zapreke da države članice to uvedu u nacionalna zakonodavstva, za što se zalažu autorice.

Nadalje, AIFM Direktiva nastoji podići i stupanj zaštite interesa zaposlenika portfeljnog društva kao što je to napravljeno u slučaju statusnih promjena društva, s obzirom na to da se zaposlenici nalaze u sličnom položaju – mijenja se korporativna struktura/većinski dioničar društva.¹⁶⁸ Tako su i zaposlenici portfeljnog društva određeni kao adresati propisanih obavijesti UAIF-a/AIF-a jer im se time omogućuje uvid u informaciju tko ima kontrolu u društvu kao i o namjeri UAIF-a u vezi s budućim poslovanjem društva. U okviru toga, zaposlenicima je od najvećeg interesa saznati kako će se ti planovi odraziti na sigurnost njihova radnog mjesta, a što je sad izrijekom postavljena kao obveza objave UAIF-a kod neuvrštenog društva.¹⁶⁹ Pritom

165 Za kritiku usvojenog pristupa vidi Zetzsche, D., *Investment Law as Financial Law: From Fund Governance over Market Governance to Stakeholder Governance?*, *Arbeitspapiere des Instituts für Unternehmensrecht*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2344340, 22. 12. 2016., str. 339-357, str. 352 i dalje.

166 Tako se u Impact assessment AIFM Direktive izrijekom navodi: *These reporting obligations are introduced in view of the need for private equity and buy-out funds to account publicly for the manner in which they manage companies of wider interest*. Vidi Impact assessment AIFM Direktive, *op. cit.* u bilj. 144., str. 44.

167 O ulozu društveno odgovornog poslovanja (Corporate Social Responsibility) u AIFM Direktivi vidi pregledno u: Zetzsche, D., Preiner, C. D., *CSR, Responsible Investments and the AIFMD* u Zetzsche, D. A. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 2015., str. 167 – 192.

168 To se kao cilj izrijekom navodi u Impact assessment AIFM Direktive, *op. cit.*, str. 22.

169 Čl. 28. st. 4. AIFM Direktive.

se od UAIF-a ne traži da izravno obavještava zaposlenike, već da zahtijeva i “ulaže sve napore” da uprava portfeljnog društva obavijesti predstavnike zaposlenika, ili ako ih nema, izravno zaposlenike. U Preambuli 54. AIFM Direktive dodatno se pojašnjava takvo rješenje. Navodi se da je opisana posredna komunikacija, odnosno komunikacija između UAIF-a koji stječe kontrolu sa zaposlenicima portfeljnog društva putem uprave usvojena jer prema općim pravilima prava društava nema izravnog odnosa između dioničara i zaposlenika dioničkog društva, te se stoga ni ne može nametnuti zahtjev za izravnom komunikacijom između ova dva subjekta.

Zanimljivo je što se kao adresati pojavljuju i ulagatelji AIF-a koji stječe kontrolu nad portfeljnim društvom, ali samo ako je portfeljno društvo neuvršteno. U odnosu na ulagatelje, postavljen je standard obavještavanja putem godišnjih financijskih izvještaja bilo portfeljnog društva ili AIF-a, gdje su propisane dodatne informacije koje mora sadržavati (čl. 29 AIFM Direktive). Tim se informacijama nastoji osigurati da ulagatelji AIF-a imaju pristup podacima o trenutnom i budućem poslovanju portfeljnog društva u kojemu je AIF stekao kontrolu, što ima važne posljedice za uspješnost i prinose samog AIF-a, a time i ulagatelja. Također, UAIF je dužan ulagateljima AIF-a dostaviti i informacije o financiranju ulaganja u portfeljno društvo (čl. 28. st. 5. AIFM Direktive), a što posebice može biti od interesa za ulagatelje ako je UAIF financirao ulaganje, osim imovinom AIF-a i zaduživanjem za račun AIF-a (što je karakteristično za PE fondove).

Uz to se postavlja i standard obavještavanja nadležnih tijela država članica prema sjedištu UAIF-a. Pritom je glavni cilj prenijeti informaciju o načinu financiranja ulaganja u neuvrštena društva (posebice jer PE/VC fondovi koji mahom ulažu u neuvrštena društva u pravilu ulažu koristeći visoki stupanj zaduženosti).¹⁷⁰ Pritom se postavlja pitanje zašto se ta obavijest ne mora dostaviti i nadležnim tijelima prema sjedištu portfeljnog društva,¹⁷¹ s obzirom na to da će poslovanje portfeljnog društva u slučaju takvog financiranja potencijalno biti ugroženo.

5.1.1.3. Dužnost transparentnosti UAIF-a

Prvi stup zaštitnog mehanizma iz čl. 26.-30. AIFM Direktive transparentnost je ulaganja UAIF-a/AIF-a, pri čemu se razlikuje količina i sadržaj informacija koje se moraju učiniti dostupnim pojedinim kategorijama subjekata koje se štiti. To se prije svega odnosi na saznanje da je AIF prešao kontrolni prag u neuvrštenom društvu. Zatim se od UAIF-a traži objavljivanje određenih informacija nakon stjecanja kontrole, pri čemu je UAIF dužan učiniti dostupnim i dodatne informacije ako je portfeljno društvo neuvršteno. Naposljetku, postavljeni su i dodatni zahtjevi u vidu sadržaja godišnjih financijskih izvještaja portfeljnog društva ili AIF-a, ali samo ako je portfeljno društvo neuvršteno. S obzirom na to da se obveze objavljivanja određenih podataka razlikuju ovisno o tomu je li AIF stekao kontrolu nad uvrštenim ili nad neuvrštenim društvom, u nastavku će se iznijeti analizu obveza transparentnosti UAIF-a vezano uz određenje portfeljnog društva.

¹⁷⁰ Čl. 28. st. 5. AIFM Direktive.

¹⁷¹ Tako i Clerc. C., *op. cit.* u bilj. 93., str. 663.

5.1.1.3.1. Kada se kontrola stječe nad uvrštenim i/ili neuvrštenim društvom

Obveze transparentnosti ulaganja u okviru zaštitnog mehanizma iz čl. 26.-30. AIFM Direktive nametnute su UAIF-ovima kada ulažu u uvrštena i u neuvrštena društva. Pritom se jasno uočava da su povećane obveze određene ako UAIF stječe kontrolu nad neuvrštenim društvom. Tako se na UAIF-ove koji ulažu u uvrštena društva primjenjuje samo čl. 28. st. 1.-3. AIFM Direktive.¹⁷² Isti se članak primjenjuje i kada je portfeljno društvo neuvršteno, stoga će se u ovome dijelu rada analizirati dužnosti UAIF-a u okviru transparentnosti ulaganja koje su zajedničke za uvrštena i neuvrštena društva.

Čl. 28. AIFM Direktive nameće UAIF-u obvezu objavljivanja određenih informacija nakon stjecanja kontrole nad uvrštenim i neuvrštenim društvom. Određen je sadržaj informacija, kao i adresati kojima se te informacije moraju učiniti dostupnima.

Kao adresati su označeni portfeljno društvo (uvršteno ili neuvršteno),¹⁷³ dioničari/udjelničari portfeljnog društva,¹⁷⁴ zaposlenici portfeljnog društva (koje se obavještava posredno preko uprave)¹⁷⁵ i nadležna tijela matične države članice UAIF-a.¹⁷⁶

Informacije koje se moraju učiniti dostupnima označenim adresatima naznaka su UAIF-a koji je stekao kontrolu,¹⁷⁷ politika sprječavanja i upravljanja sukobom interesa (posebice između UAIF-a/AIF-a i portfeljnog društva) i informacija o usvojenim mjerama kojima je cilj osigurati da je *svaki sporazum zaključen između UAIF-a i/ili AIF-a i društva zaključen kao između poslovnih partnera koji su neovisni jedan o drugome*,¹⁷⁸ te politika komunikacije s portfeljnim društvom (posebice s njegovim zaposlenicima).¹⁷⁹

5.1.1.3.2. Kada se kontrola stječe nad neuvrštenim društvom

Za PE i VC fondove od posebnog su interesa obveze vezane uz neuvršteno društvo jer je u skladu s njihovim investicijskim politikama da ulažu upravo u takva društva. Obveze transparentnosti ulaganja u okviru čl. 27.-29. AIFM Direktive, pored već opisane iz čl. 28. st. 1.-3. AIFM Direktive u poglavlju 5.1.2.2.1., za neuvrštena društva obuhvaćaju i obavijest o stjecanju kontrole,¹⁸⁰ dodatne objave nakon stjecanja

172 Čl. 26. st. 4. AIFM Direktive navodi koji će se točno članci primjenjivati na UAIF-ove koji stječu kontrolu nad izdavateljima, odnosno nad neuvrštenim društvima.

173 Čl. 28. st. 1. t. a. AIFM Direktive.

174 Čl. 28. st. 1. t. b. AIFM Direktive.

175 Čl. 28. st. 3. AIFM Direktive.

176 Čl. 28. st. 1. t. c. AIFM Direktive.

177 Čl. 28. st. 2. t. a. AIFM Direktive.

178 Čl. 28. st. 2. t. b. AIFM Direktive.

179 Čl. 28. st. 2. t. c. AIFM Direktive.

180 No i ako ne stekne kontrolu, AIFM Direktiva nameće UAIF-u dužnost obavještavanja o određenim promjena u udjelima prava glasa u neuvrštenome društvu. Dakle, ova se obveza odnosi i na manjinske dioničare. Tako je UAIF dužan obavijestiti nadležno tijelo svoje matične države članice svaki put kada udio u pravu glasa dostigne, prijeđe ili padne ispod pragova od 10 %, 20 %, 30 %, 50 % i 75 %, i to u roku od deset radnih dana od nastupa promjene. Time se

kontrole koje se odnose samo na neuvrštena društva te dodatne informacije u okviru godišnjih financijskih izvještaja portfeljnog društva ili AIF-a.

U okviru obavijesti o stjecanju kontrole, UAIF je dužan obavijestiti o činjenici stjecanja kontrole, odnosno o stjecanju prava glasa koji čine kontrolu u neuvrštenom društvu,¹⁸¹ o uvjetima pod kojima je kontrola stečena uključujući i identitet dioničara i/ili osoba ovlaštenih za ostvarivanje prava glasa u društvu,¹⁸² te datum kad je kontrola stečena.¹⁸³ Rok za dostavu te obavijesti postavljen je kratko, deset radnih dana od stjecanja kontrole.¹⁸⁴ Izrijeком je uređen i krug osoba kojima se dostavlja opisana obavijest. To su: portfeljno, odnosno neuvršteno društvo,¹⁸⁵ dioničari/udjelničari portfeljnog društva,¹⁸⁶ zaposlenici portfeljnog društva¹⁸⁷ i nadležna tijela matične države članice UAIF-a.¹⁸⁸

Dodatne objave nakon stjecanja kontrole koje je UAIF dužan činiti kada stekne kontrolu u neuvrštenome društvu regulirane su čl. 28. st. 4. i 5. AIFM Direktive. Kao prvo, UAIF je dužan objaviti namjeru u vezi s budućim poslovanjem portfeljnog društva i vjerojatne posljedice i značajne promjene na zapošljavanje u portfeljnome društvu. Osobe kojima je dužan objaviti ove informacije su portfeljno društvo, dioničari i zaposlenici portfeljnog društva (putem uprave).¹⁸⁹ Kao drugo, UAIF je dužan dostaviti informacije o financiranju stjecanja, odnosno o financiranju ulaganja u portfeljno društvo, i to nadležnim tijelima matične države članice UAIF-a i ulagateljima AIF-a za čiji račun stječe kontrolu u neuvrštenom društvu.¹⁹⁰

Naposljetku, UAIF je dužan uključiti dodatne informacije u financijske godišnje izvještaje portfeljnog društva ili AIF-a.¹⁹¹ Kao adresati su izrijeком predviđeni zaposlenici portfeljnog društva (putem uprave) i ulagatelji AIF-a,¹⁹² no to su i dioničari/udjelničari portfeljnog društva kojima moraju biti dostupni godišnji financijski izvještaji društva. Sadržaj dodatnih informacija su: vjeran prikaz poslovanja društva,¹⁹³ uz naznaku važnih događaja koji su nastupili od završetka poslovne godine,¹⁹⁴ vjerojatnog budućeg razvoja društva¹⁹⁵ i informacije vezane uz stjecanje vlastitih dionica, ako je do toga došlo.¹⁹⁶

želi pravila koja vrijede za uvrštena društva prenijeti i na neuvrštena. Vidi čl. 27. st. 1. i st. 5., zajedno s čl. 26. st. 3. AIFM Direktive.

181 Čl. 27. st. 3. t. a. AIFM Direktive.

182 Čl. 27. st. 3. t. b. AIFM Direktive.

183 Čl. 27. st. 3. t. c. AIFM Direktive.

184 Čl. 27. st. 5. AIFM Direktive.

185 Čl. 27. st. 2. t. a. AIFM Direktive.

186 Čl. 27. st. 2. t. b. AIFM Direktive.

187 Čl. 27. st. 4. AIFM Direktive.

188 Čl. 27. st. 2. t. c. AIFM Direktive.

189 Čl. 28. st. 4. t. a i t. b. AIFM Direktive.

190 Čl. 28. st. 5. AIFM Direktive.

191 Čl. 29. st. 2. AIFM Direktive.

192 Čl. 29. st. 3. AIFM Direktive.

193 Čl. 29. st. 2. AIFM Direktive.

194 Čl. 29. st. 2. t. a. AIFM Direktive.

195 Čl. 29. st. 2. t. b. AIFM Direktive.

196 Čl. 29. st. 2. t. c. AIFM Direktive. Tu se AIFM Direktiva poziva na čl. 22. st. 2. Druge direktive, kojim se uređuje obveza objave informacija vezane uz stjecanje vlastitih dionica u godišnjim

5.1.1.4. Sprječavanje *asset stripping* radnji pod određenim uvjetima

Članak 30. AIFM Direktive uređuje sprječavanje *asset stripping* radnji (hrvatski zakonodavac koristi termin “razdvajanje imovine”) UAIF-a koji ima kontrolu nad portfeljnim društvom pod određenim uvjetima, pri čemu su usvojena jednaka rješenja za uvrštena i neuvrštena portfeljna društva. Uvođenje odredbi kojima se sprječava *asset stripping* radnje novi je koncept na razini EU-a, te predstavlja prvi zakonodavni pokušaj uređenja *asset stripping* problema.¹⁹⁷ Za raspravu o sukobu interesa između ulagatelja i dioničara portfeljnog društva, te o otvorenim pitanjima koja proizlaze iz usvojenog rješenja o zabrani *asset stripping* radnji, vidi više u poglavlju 5.1.2.1. ovog rada.

Odmah pri početku analize čl. 30. AIFM Direktive potrebno je istaknuti da usvojeni koncept ne predstavlja apsolutnu zabranu *asset stripping* radnji UAIF-a. Naime, UAIF može i dalje provoditi *asset stripping* radnje, odnosno prodavati/izvlačiti imovinu, tj. utjecati na donošenje odluke o prodaji imovine portfeljnog društva pod uvjetom da poštuje opća pravila prava društava o očuvanju temeljnog kapitala i raspodjele dobiti društva. Također, zabrana *asset strippinga* ograničena je vremenski, i to samo na razdoblje od 24 mjeseci nakon što AIF stekne kontrolu nad društvom.¹⁹⁸

Usvojeni mehanizam sprječavanja *asset stripping* radnji iz čl. 30. AIFM Direktive počiva na tri glavna stupa. To je vremenski ograničeno djelovanje zabrane, taksativno navođenje situacija koje su prepoznate kao *asset stripping* radnje i obveze UAIF-a vezano uz *asset stripping* radnje.

Kao prvo, UAIF je dužan pridržavati se obveza iz čl. 30. AIFM Direktive samo u roku od 24 mjeseci nakon što je stekao kontrolu nad društvom. *Ratio* vremenski ograničenog djelovanja zabrane *asset strippinga* jest sprječavanje brzog vraćanja duga nastalog ulaganjem (engl. *acquisition debt*) iz imovine portfeljnog društva,¹⁹⁹ a što je česta politika upravo PE fondova.

Kao drugo, čl. 30. st. 2. AIFM Direktive taksativno navodi situacije u kojima će se smatrati da je došlo do *asset strippinga*. Kao prvo, to je svaka raspodjela dioničarima (pri čemu se pojam raspodjele ne definira, ali se izrijeком određuje da uključuje isplate dividendi i kamata u vezi s dionicama),²⁰⁰ kada je neto imovina portfeljnog društva na datum zaključenja posljednje poslovne godine *niža ili bi kao posljedica takve*

financijskim izvještajima društva. 77/91/EEZ: Druga direktiva Vijeća od 13. prosinca 1976. o koordinaciji zaštitnih mehanizama koje, radi zaštite interesa članica i ostalih, države članice zahtijevaju od trgovačkih društava u smislu članka 58. stavka 2. Ugovora, s obzirom na osnivanje dioničkih društava i održavanje i promjenu njihovog kapitala, a s ciljem ujednačavanja tih zaštitnih mehanizama, SL L 26, 31.1.1977., str. 1–13.

197 Clerc. C., *op. cit.* u bilj. 93., str. 665.

198 Čl. 30. st. 1. AIFM Direktive.

199 Tako i Clerc. C., *op. cit.* u bilj. 93., str. 665.

200 Za određenje raspodjele vidi čl. 30. st. 3. t. a. AIFM Direktive. Napomena glede prijevoda – hrvatski prijevod AIFM Direktive umjesto kamate koristi pojam “udjeli”, što nije ispravno. Engl. termin koji se koristi je *interest* a njem. *Zinsen*, što u prijevodu, a i smisleno s obzirom na odredbu ovog članka, valja prevesti kao “kamate”.

raspodjele postala niža iznosa upisanog kapitala [temeljnog kapitala]²⁰¹ uvećanog za rezerve koje ne mogu biti raspodijeljene u skladu sa zakonom i statutom.²⁰² Kao drugo, to je svaka raspodjela dioničarima iznosa koji premašuje iznos dobiti na završetku posljednje poslovne godine.²⁰³ Kao treće, vezano uz stjecanje vlastitih dionica, *asset stripping* radnjom će se smatrati takvo stjecanje vlastitih dionica koje bi uzrokovalo smanjenje neto imovine društva ispod temeljnog kapitala društva.²⁰⁴

Kao treće, čl. 30. st. 1. AIFM Direktive propisuje obveze UAIF-a vezano uz opisane *asset stripping* radnje. Tako UAIF ne smije omogućavati, podupirati ili davati upute vezano uz *asset stripping* radnje,²⁰⁵ ne smije glasati na skupštinama društva (ali niti kao član uprave i nadzornog odbora, odnosno upravnog odbora društva) u korist *asset stripping* radnji²⁰⁶ te u svakom slučaju mora ulagati napor kako bi spriječio *asset stripping* radnje.²⁰⁷

Iz opisanog slijedi da *asset stripping* kao takav nije zabranjen. No, postavljeni su uvjeti pod kojima to AIF može raditi, čime ostali članovi društva ipak uživaju određeni stupanj zaštite. Analizirajući određenje *asset stripping* radnji, nameće se zaključak da se njima još jednom osnažuju opća pravila prava društava o očuvanju temeljnog kapitala i raspodjele dobiti. Pritom je doprinos AIFM Direktive da se odnosi na sve tipove društava,²⁰⁸ a ne više samo na dionička društva za koja su pravila o očuvanju temeljnog kapitala uređena Drugom direktivom.²⁰⁹

201 Napomena da je u hrvatskom prijevodu AIFM Direktive pojam na engleskom *subscribed capital*, a na njemačkom *Gezeichneten Kapitals* koji koristi čl. 30. st. 2. AIFM Direktive preveden kao “upisani kapital”. Ispravan prijevod bio bi “temeljni kapital”, koji se kao pojam i koristi u okviru prava društava, te predstavlja institut društava kapitala s vrlo značajnim posljedicama za život društva.

202 Čl. 30. st. 2. t. a. AIFM Direktive.

203 Pri čemu se iznos dobiti uvećava za prenesenu dobit i iznose rezervi koje se mogu koristiti u svrhu isplate, umanjen za sve prenesene gubitke i rezerve u skladu sa zakonom i statutom. Vidi čl. 30. st. 2. t. b. AIFM Direktive.

204 Čl. 30. st. 2. t. c. AIFM Direktive. Pritom se iznos temeljnog kapitala za potrebe izračuna uvećava za rezerve koje ne mogu biti raspodijeljene u skladu sa zakonom ili statutom, pri čemu se neplaćeni dio temeljnog kapitala ne uzima u obzir ako nije uključen u imovinu iskazanu u bilanci.

205 Čl. 30. st. 1. t. a. AIFM Direktive.

206 Čl. 30. st. 1. t. b. AIFM Direktive. Hrvatski prijevod AIFM Direktive u ovome dijelu koristi termin “skupštine nadzornih tijela društava”, što nije ispravan prijevod. Engl. prijevod koristi termin *governing bodies of the company*, a njem. *ersammlungen der Leitungsgremien des Unternehmens*. Smatramo da se radi o tijelima na kojima se u društvu donose odluke važne za poslovanje društva. Prema hrvatskome pravu društva, posebice za društva kapitala, to mogu biti tri organa: glavna skupština, uprava i nadzorni odbor (gdje se u monističkom ustroju dioničkog društva umjesto uprave i nadzornog odbora može pojavljivati upravni odbor), a gdje svaki donosi odluke iz svojeg kruga nadležnosti, što je izrijeком uređeno Zakonom o trgovačkim društvima (NN, 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 152/11, 111/12, 144/12, 68/13, 110/15). Pritom je uprava, odnosno upravni odbor organ društva gdje se donose najvažnije odluke za poslovanje društva, te je potencijalni utjecaj na njega najkritičniji s aspekta provođenja *asset stripping* radnji.

207 Čl. 30. st. 1. t. c. AIFM Direktive.

208 Tako i Clerc, C., *op. cit.* u bilj. 93., str. 665.

209 Vidi primjerice čl. 15. Druge direktive 77/91/EEZ.

5.2. Na razini Republike Hrvatske

Odredbe AIFM Direktive u hrvatsko su pravo preuzete ZAIF-om i podzakonskim propisima, o kojima je već prethodno bilo riječi. Usporedbom ZAIF-a i AIFM Direktive, uočava se da je hrvatski zakonodavac doslovce prenio rješenja čl. 26.–30. AIFM Direktive u čl. 91.–95. ZAIF-a. Stoga smatramo da ih nije potrebno nadalje analizirati već se upućuje na prethodno iznesenu analizu AIFM Direktive.

Međutim, potrebno je istaknuti specifičnosti hrvatskoga *private equity* tržišta. Prva se odnosi na veličinu portfelja kojim upravljaju hrvatski UAIF-ovi, a što uključuje i PE i VC fondove. Prema dostupnim podacima,²¹⁰ samo jedan UAIF upravlja dovoljno “velikim” portfeljima AIF-ova da uđe pod primjenu AIFM Direktive.²¹¹ To ujedno znači da samo jedan hrvatski UAIF dolazi u obzir za primjenu zaštitnog mehanizma iz čl. 26.–30. AIFM Direktive. Upravo zbog toga što na hrvatskome tržištu kapitala imamo gotovo sve UAIF-ove koji ne ulazu pod primjenu AIFM Direktive, hrvatski je zakonodavac u ZAIF-u dodatno podijelio UAIF-ove na “velike” i “male” (pri čemu su mali UAIF-ovi određeni kao oni koji ne spadaju pod režim AIFM Direktive).²¹² Time se zakonodavno uredilo i one UAIF-ove koji ne ulaze pod primjenu AIFM Direktive i za koje se prema pravu EU-a nije tražilo zakonodavno uređenje, i to tako da je za “male” UAIF-ove usvojen blaži režim. Tako je, između ostaloga, uređeno da se na “male” UAIF-ove neće primjenjivati čl. 91.–95. ZAIF-a kojim je u hrvatsko pravo preuzet zaštitni mehanizam iz čl. 26.–30. AIFM Direktive. Dakle, zaključujemo da su gotovo svi hrvatski UAIF-ovi koji upravljaju AIF-ovima (osim jednoga), a tako i PE i VC fondovima, isključeni iz primjene zaštitnog mehanizma na dvije razine, i to jer ne prelaze pragove za njegovu primjenu ni prema AIFM Direktivi ni prema ZAIF-u!

Druga specifičnost hrvatskoga *private equity* tržišta jest što većina hrvatskih društava (čak 99,7 % svih poduzeća prema podacima iz 2015. godine) spadaju u kategoriju SME-ova.²¹³ S obzirom na to da su SME-ovi izuzetak od primjene zaštitnog mehanizma iz čl. 26.–30. AIFM Direktive (čl. 91.–95. ZAIF-a), to ujedno znači da je cca 99,7 % hrvatskih društava isključeno iz primjene zaštitnog mehanizma!

Slijedom navedenoga, zaključujemo da se zbog specifičnosti hrvatskoga *private equity* tržišta opisani zaštitni mehanizam iz čl. 26.–30. AIFM Direktive uglavnom neće primjenjivati ni kada hrvatski UAIF (“mali” UAIF) ni kada strani UAIF (koji može ulaziti pod režim AIFM Direktive) ulažu u hrvatska društva. *De lege ferenda*, smatramo da bi hrvatski zakonodavac trebao usvojiti stroža rješenja, no ona predviđena AIFM Direktivom, a za što mu je izrijeком dana zakonska osnova u čl. 26. st. 7. AIFM Direktive. Tako smatramo da bi se primjena zaštitnog mehanizma trebala proširiti i na tzv. “male” UAIF-ove u koju kategoriju mahom ulaze hrvatski UAIF-ovi

210 Vidi registar AIF-ova na stranicama HANFE (<http://www.hanfa.hr/registar/21/drustva-za-upravljanje-alternativnim-investicijskim-fondovima>), zajedno s izvješćima HANFE o imovini pod upravljanjem (<http://reports.hanfa.hr/>).

211 Tako i Braut Filipović, M., Derenčinović Ruk, M., Grković, N., *op. cit.* u bilj. 21., str. 237.

212 Za određenje “malog” UAIF-a vidi čl. 5. st. 1. ZAIF-a.

213 CEPOR, *Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj*, Zagreb, 2015., str. 13. Dostupno na: <http://www.cepor.hr/wp-content/uploads/2016/06/Cepor-izvjesce-2015-HR.pdf> (11. siječnja 2017.).

koji upravljaju PE i VC fondovima. Također, smatramo da bi hrvatski zakonodavac trebao uzeti u obzir činjenicu da je 99,7 % hrvatskih društava SME-ovi (a što je *target* ulaganja PE i VC fondova), te urediti obveze UAIF-ova i drugih ulagatelja kada u njima stječu kontrolu po uzoru na rješenja predviđena čl. 26.-30. AIFM Direktive.

6. ZAKLJUČAK

Hrvatsko tržište kapitala relativno je mlado i nedovoljno razvijeno, posebice s aspekta alternativnih načina ulaganja, a što uključuje i *private equity* tržište. Maleni broj PE i VC fondova u RH jasno na to ukazuje. Time domaća trgovačka društva nisu dovoljno koristila prednosti ovog oblika financiranja, a što može predstavljati važnu polugu za razvoj, posebice kada to nije moguće putem klasičnih izvora financiranja. S integracijom hrvatskoga tržišta kapitala u jedinstveno europsko tržište, može se očekivati da će domaća portfeljna društva češće postajati metom stranih PE i VC fondova, kao i da će taj inozemni pritisak djelovati pozitivno na razvoj i pozicioniranje domaće fondovske industrije.

Uvid u komparativnu pravnu i financijsku literaturu pokazao je da su ulaganja PE i VC fondova u portfeljna društva pravno vrlo složene transakcije. Pregovorima prethodi vrlo zahtjevan i detaljno strukturiran selekcijski postupak, a prati ih i dubinsko snimanje portfeljnog društva. Tek nakon toga dolazi do pravnog i financijskog strukturiranja transakcije, a glavni pečat transakcijskom dizajnu daje PE/VC fond, odnosno njegov upravitelj. Analiza elemenata i tijeka PE/VC transakcije, upućuje na zaključak da je pažljivo strukturiranje i dizajniranje financijskog instrumenta putem kojeg PE i VC fond ulaže u portfeljno društvo jedan od najbitnijih transakcijskih elemenata, s obzirom na to da isti predstavlja okosnicu za razumijevanje odnosa koji nastaje između PE/VC fonda i portfeljnog društva kako na razini definiranja financijskih tijekova, tako i na razini definiranja vrsta tzv. kontrolnih prava koje PE/VC fond zauzima u portfeljnom društvu. Budući da ritam i sadržaj transakcije oblikuje stručan i profesionalan PE/VC fond, odnosno njegov upravitelj, a portfeljno društvo ima znatno slabiju pregovaračku poziciju, uobičajeno je da PE/VC fondovi ugovaraju brojne dodatne zaštitne mehanizme kojima čuvaju svoju investiciju i općenito su prepoznati kao ulagatelji s visokim aktivitetom.

Ono što se nameće kao stvaran problem u odnosu između PE i VC fonda i portfeljnog društva pitanje je hoće li PE/VC fond kao značajan dioničar djelovati u interesu portfeljnog društva ili će se pri donošenju odluka na razini portfeljnog društva (bilo putem svog predstavnika u upravi ili na skupštini društva) zalagati za donošenje odluke kojima se štite interesi fonda i njegovih ulagatelja, ako ti interesi divergiraju.

S obzirom na slabiju pregovaračku poziciju portfeljnog društva pri sklapanju PE/VC transakcije, postavlja se i pitanje treba li u korist portfeljnog društva zakonodavac postaviti određene zaštitne mehanizme kako bi se spriječilo neprimjereno ponašanje PE/VC fonda u portfeljnom društvu ili su dovoljni postojeći pravni mehanizmi zaštite. Kada je riječ o postojećim pravnim mehanizmima, autorice su uputile na rješenja koje sadrži AIFM Direktiva kada AIF stječe kontrolu u portfeljnom društvu, uključujući slučajeve kad se radi o neuvrštenome i o uvrštenome društvu. AIFM Direktivom

zauzet je stav zaštite primarno portfeljnog društva i njegovih dioničara/udjelničara (primjenjuje se na sve tipove društva) u tom slučaju, a zaštitni mehanizam iz čl. 26.-30. AIFM Direktive počiva na dva stupa: obveza transparentnosti o ulaganju i relativna zabrana *asset stripping* radnji. Iako je *asset stripping* najveća bojazan portfeljnog društva kada AIF nad njime stekne kontrolu, važno je uočiti da on AIFM Direktivom nije zabranjen, već su postavljeni uvjeti pod kojima to AIF može raditi, čime ostali članovi društva ipak uživaju određeni stupanj zaštite. U biti se tim odredbama AIFM Direktive još jednom osnažuju opća pravila prava društava o očuvanju temeljnog kapitala i raspodjele dobiti. Pored pitanja kvalitete samog zaštitnog mehanizma iz AIFM Direktive, autori su uputili na specifičnosti hrvatskoga prava. One se očituju u tome što gotovo svi upravitelji AIF-ova (a time i PE i VC fondova) zbog nedovoljne veličine portfelja kojim upravljaju ne ulaze pod primjenu AIFM Direktive, a prema ZAIF-u ulaze pod tzv. "male" UAIF-ove, što za posljedicu ima da se zaštitni mehanizam iz čl. 26.-30. AIFM Direktive uopće neće primjenjivati na njih. Također, i kada bi strani UAIF-ovi ulagali u hrvatska društva, s obzirom na to da cca 99,7 % svih hrvatskih društava spada u kategoriju SME-ova, zaštitni mehanizam se opet ne bi primjenjivao jer su SME-ovi navedeni kao iznimka od njegove primjene. Stoga smatramo da bi *de lege ferenda* hrvatski zakonodavac, uzimajući u obzir specifičnosti hrvatskoga tržišta kapitala, trebao urediti obveze UAIF-ova i drugih ulagatelja kada u njima stječu kontrolu po uzoru na rješenja predviđena čl. 26.-30. AIFM Direktive.

Također, usklađivanje dvaju suprotstavljenih interesa: interesa ulagatelja AIF-a i interesa portfeljnog društva, odnosno njegovih članova, jedan je od najtežih zadataka koji pred sobom ima PE/VC fond, pa se doima vrlo važnim dalje istražiti koji su to drugi pravni mehanizmi u pravu društava ili pravu tržišta kapitala koji stoje na raspolaganju upraviteljima tih fondova za prevladavanje i upravljanje tim sukobom interesa, odnosno koje bi se druge mjere mogle poduzeti, a koje bi potaknule PE/VC fondove na društveno odgovorno ulaganje (*engl. public accountability*) kada stječu kontrolu u portfeljnim društvima.

LITERATURA

1. AIMA, Simmons&Simmons, *Unlocking value: the role of activist alternative investment managers*. 2015., http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150223_AIMA.pdf (22. prosinca 2016.)
2. Assmann, H-D, Schütze, R. A., *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, München, C. H. Beck, 2015.
3. Bengtsson, O., *Financial Contracting in US Venture Capital: Overview and Empirical Evidence*, u: Cumming, D. (ed.), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012., str. 478-508.
4. Block, J., De Vries, G., Sandner, P., *Venture capital and the Financial crisis: an empirical study across industries and countries* u: Cumming, D. (ur.) *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012., str. 37-60.
5. 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* u: Mihanović, D., Hunjet, A., Primorac, Ž. (eds.), *18th International Scientific Conference on Economic and Social Development – "Building Resilient Society"*, Zagreb, 2016., str. 234-244.

6. Braut Filipović, M., *Pravni položaj i odgovornosti depozitara UCITS fondova*, Rijeka, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, e-izdanje, 2015.
7. Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., Thomas, R. S., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance* u Bratton, W.W., McCahery, J. A. (ur.), *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*, Oxford University Press, 2015., str. 261-304.
8. Busenitz, L.W., *Innovation and performance implications of venture capital involvement in the ventures they fund*, u: Landström, H. (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 219-235.
9. CEPOR, *Izješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj*, Zagreb, 2015., str. 13. Dostupno na: <http://www.cepor.hr/wp-content/uploads/2016/06/Cepor-izvjesce-2015-HR.pdf> (11. siječnja 2017.)
10. Clerc, C., *The AIFM's Duties upon the Acquisition of Non-listed Firms* u Zetzsche, D. A. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 2015, str. 649-666.
11. Coffee, J. C. *Hedge Fund Activism: What do we Know nad not Know?* u Bratton, W.W., McCahery, J. A. (ur.), *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*, Oxford University Press, 2015., str. 694-706.
12. Commission staff working document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC - Impact assessment, SEC/2009/0576 final.
13. Cumming, D., Fleming, G., Schweinbacher, A., *The structure of venture capital funds*, u: Landström, H (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007, str. 155-176.
14. Cumming, D., Gill, A. Walz, U., *International Private Equity Valuation and Disclosure*, *Northwestern Journal of International Law & Business*, vol. 29, br. 3, 2009., str. 617-642.
15. Cumming D., Johan, S. A., *Venture capital and private equity contracting: An international perspective*, Elsevier Inc., 2009.
16. Čulinović-Herc, A., Zubović, A., (Ne)objavljivanje podataka o promjenama u korporativnoj strukturi uvrštenog dioničkog društva i utjecaj na prelazak kontrolnog praga – novi pojavni oblici držanja dionica ispod radara regulatora, Rijeka, Zbornik Pravnog fakulteta u Rijeci, vol. 34., br. 1., 2013., str. 37-81.
17. De Clerq, D., Manigart, S., *The venture capital post-investment phase: Opening the black box of involvement*, u Landström, H. (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 193 - 218.
18. Denis, D. J., *Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence*, *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, br. 2, 2004., str. 301–326.
19. Dessi, R., Yin, N. *The impact of venture capital on innovation*, u: Cumming, D. (ed.) *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012., str. 668-685.
20. 77/91/EEZ: Druga direktiva Vijeća od 13. prosinca 1976. o koordinaciji zaštitnih mehanizama koje, radi zaštite interesa članica i ostalih, države članice zahtijevaju od trgovačkih društava u smislu članka 58. stavka 2. Ugovora, s obzirom na osnivanje dioničkih društava i održavanje i promjenu njihovog kapitala, a s ciljem ujednačavanja tih zaštitnih mehanizama, SL L 26, 31.1.1977., str. 1–13.
21. 83/349/EEZ: Sedma direktiva Vijeća od 13. lipnja 1983. na temelju članka 54. stavka 3. točke (g) Ugovora o konsolidiranim financijskim izvještajima, SL L 193, 18.7.1983., str. 1–17.
22. Direktiva 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i o izmjeni direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010, SL L 174, 1.7.2011., str. 1–73.

23. Direktiva 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje, SL L 142, 30.4.2004., str. 12–23.
24. Gompers, P. A., Optimal Investment, Monitoring, and Staging of Venture Capital. *Journal of Finance*, vol. 50, br. 5, 1995., str. 1461-1489.
25. Groh, A., The Capital Flow from Institutional Investors to Entrepreneurs, u Cumming, D. (ed.) *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012, str. 15-36.
26. Kaplan, S. N., Stromberg, P., Leveraged Buyouts and Private Equity, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (ur.), *Institutional Investor Activism, Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*, Oxford University Press, 2015., str. 491-516.
27. Kelly, P. Business Angel research: The road traveled and journey ahead, u: Landström, H., (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 315-331.
28. Krishnan, C. N. V., Masulis, R. W., Venture Capital Reputation, u: Cumming, D. (ed.), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012., str. 61-129.
29. Landström, H., Pioneers in venture capital research, u: Landström, H. (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 3-65.
30. Leleux, B. L., The performance of venture capital investments, u: Landström, H. (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 236-252.
31. Lener, R., Italy, u: Wymeersch, E. (ur.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 237-250.
32. Levin, J. S., *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions*, Wolters Kluwer, Law & Business, New York, 2011.
33. McCahery, J. A., Vermeulen, E. P. M., Recasting private equity funds after the financial crisis: the end of “two and twenty” and the emergence of co-investments and separate accounts, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (ur.), *Institutional Investor Activism, Hedge Funds and Private Equity, Economic and Regulation*, Oxford University Press, 2015., str. 599 – 613.
34. Murray, G. C., Venture Capital and government policy u Zetzsche, D. A. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 2015, str. 113-151.
35. Palaskas, T., Stoforos, C., Drakatos, C., Hedge Funds Development and their Role in Economic Crises, *Iasi, Annals of the Alexandru Ioan Cuza University – Economics*, vol. 60, br. 1, 2013, str. 168-181.
36. Parhankangas, A., An overview of research on early stage venture capital: Current Status and future directions, u: Landström, H. (ur.) *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 253-280.
37. Park, B., Vermeulen, E. P. M., The Future of Venture Capital in Europe: Applicable Lessons from the United States, u: Zetzsche, D. A. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 2015., str. 667-681.
38. Pravilnik o vrstama alternativnih investicijskih fondova, NN 105/13, 28/15.
39. Preporuka Komisije 2003/361/EZ od 6. svibnja 2003. o definiciji mikro, malih i srednjih poduzeća, SL L 124, 20.5.2003.
40. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC, COM/2009/0207 final.
41. Regulation (EU) 2015/760 of the European Parliament and of the Council of 29 April 2015 on European long-term investment funds, SL L 123, 19.5.2015., str. 98–121.
42. Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, COM(2012) 347 final, Brussels, 28.6.2012.
43. Strömqvist, M., Hedge funds and financial crises, Stockholm, Sveriges Riksbank

- Economic Review, 1/2009, str. 87-106.
44. Trapido, D., Performance Implications od Venture Capital Syndication Networks, u Cumming, D. (ed.), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012., str. 401-420.
 45. Triantis, G. G., Financial Contract Design in the World of Venture Capital, *University of Chicago Law Review*, 2001., vol. 68, str. 305-322.
 46. Tyebjee, T., Bruno, A., A model of Venture Capital Investment Activity, *Management science*, 1984., vol. 30, br. 9, str. 1051-1066.
 47. Uredba (EU) br. 345/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 17. travnja 2013. o europskim fondovima poduzetničkog kapitala, SL L 115, 25.4.2013., str. 1–17.
 48. Utset, M.A., Time-inconsistent preferences and venture capital contracting, u Cumming, D. (ed.), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012., str. 509-541.
 49. Zacharakis, A., Shepherd, D. A., The pre-investment process: Venture capitalist's decision policies, u Landström, H. (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 177-192.
 50. Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, NN, 16/13,143/14.
 51. Zakon o preuzimanju, NN, 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13.
 52. Zakon o trgovačkim društvima, NN, 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 152/11, 111/12, 144/12, 68/13, 110/15.
 53. Zakon o tržištu kapitala, NN, 88/8, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15, 123/16.
 54. Zetzsche, D., Investment Law as Financial Law: From Fund Governance over Market Governance to Stakeholder Governance?, *Arbeitspapiere des Instituts für Unternehmensrecht*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2344340 (22. 12. 2016.), str. 339-357.
 55. Zetzsche, D., Preiner, C. D., CSR, Responsible Investments and the AIFMD u u Zetzsche, D. A. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 2015., str. 167 – 192.
 56. Zetzsche, D. A., Preiner, C. D., ELTIFR versus AIFMD u Zetzsche, D. A. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 2015., str. 135 – 166.
 57. Van Dam, M., Mullmaier, J., Impact of AIFMD on the Private Equity Industry u Zetzsche, D. A. (ur.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 2015., str. 695 – 706.
 58. Weitnauer, W., *Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang*, München, C. H. Beck, 2016.
 59. Wright, M. Private equity and management buy-outs, u: Landström, H. (ur.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 281-312.
 60. Yung, C., Venture Capital before the First Dollar: Deal origination, screening and Evaluation, u: Cumming, D. (ed.), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012., str. 303-327.

Summary

NEW REGULATION OF PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL FUNDS AND OPEN QUESTIONS

This article provides an analysis of the new regulation of private equity and venture capital funds which are in Croatian law regulated by Alternative Investment Funds Act and ordinances. These funds can offer their units only via private offering to primarily professional, i.e. qualifying investors. They invest mostly in shares and units of companies, including both companies in early (start-ups) and in later stage of business. For the companies in which they invest, these funds are very significant as they can provide capital for even small entrepreneurs which could not obtain financing from traditional sources (e. g. banks). This article analyzes investment transactions between private equity (further in text: PE) and venture capital (further in text: VC) funds and the company in which they invest (portfolio company). PE and VC funds represent a new segment in the Croatian capital market which is still developing and whose potential is yet to be fully recognized. PE and VC funds are not regulated on the EU level. However, managers of AIFs, including PE and VC funds are under certain conditions. Authors shall analyze these legal sources, both on the EU and on the domestic level, with emphasis on the regulation of managers of AIFs when they acquire controlling stake in non-listed companies and issuers, which is of special interest to PE and VC funds due to their investment techniques. In that light, authors question if there is a mechanism which ensures that PE and VC funds act as a socially responsible shareholders/unitholders in portfolio companies (public accountability of the managers of AIFs). If so, authors argue the existence of possible conflict of interest, as it is not clear in whose interest should managers of PE and VC funds act: in the interest of their investors or in the interest of the portfolio company.

Keywords: *private equity, venture capital, alternative investment funds, portfolio company, Alternative Investments Funds Act.*

Zusammenfassung

NEUE REGELUNG DER PRIVATEN EIGEN- UND WAGNISKAPITALFONDS UND OFFENE FRAGEN

Dieser Artikel stellt eine Analyse der neuen Regulierung der Eigen- und Wagniskapitalfonds dar, die in kroatischem Recht durch das Alternative Investmentfondgesetz und Verordnungen geregelt sind. Diese Fonds können ihre Anteile nur über privates Angebot an primär professionelle, d. h. qualifizierte Anleger anbieten. Sie investieren überwiegend in Aktien und Unternehmenseinheiten, einschließlich der beiden Unternehmen im frühen (Start-ups) und späteren

Geschäftsverlauf. Für Unternehmen in die sie investieren, sind diese Fonds sehr bedeutend, da sie Kapital auch für kleine Unternehmer bereitstellen können, die keine Finanzierung aus traditionellen Quellen (z.B. Banken) verschaffen können. Dieser Artikel analysiert Investitionstransaktionen zwischen Eigenkapital (weiter im Text: EK) und Wagniskapital (weiter in Text: WK) und dem Unternehmen, in welches sie investieren (Portfoliounternehmen). EK und WK Fonds stellen ein neues Segment am kroatischen Kapitalmarkt dar, welches sich noch entwickelt und dessen Potenzial noch nicht vollständig erkannt wurde.

Obwohl die Rechtsordnung der EK- und WK-Fonds nicht auf der EU-Ebene geregelt sind, sondern nur die Rechtsordnung der Manager, hier werden nur die Rechtsquellen der EU und Regelungen der Republik Kroatien analysiert, die bestimmte Aspekte der Geschäftsführung dieser Fonds regeln und die rechtliche Beziehungen zwischen EK oder WK und einer Portfoliogesellschaft beeinflussen, wenn die Fonds in einer Portfoliogesellschaft die Kontrolle übernehmen. In diesem Zusammenhang stellen die Autoren die Frage, ob es einen Mechanismus gibt, der sicherstellt, dass die PK- und WK-Fonds in Portfoliounternehmen als sozial verantwortliche Anteilseigner/Anteilsinhaber agieren (öffentliche Rechenschaftspflicht der AIF-Manager). Wenn dies der Fall ist, argumentieren die Autoren die Existenz eines möglichen Interessenkonflikts, da es nicht klar ist, in wessen Interesse die Manager der PK- und WK-Fonds handeln sollen: im Interesse ihrer Investoren oder im Interesse der Portfoliogesellschaft.

Schlüsselwörter: *Eigenkapital, Wagniskapital, alternative Investmentfonds, Portfoliounternehmen, Alternatives Investmentfondgesetz.*

Riassunto

LA NUOVA DISCIPLINA GIURIDICA DEI FONDI PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL E LE QUESTIONI APERTE

Nel lavoro si tratta della nuova disciplina dei fondi di investimento alternativi di capitali di rischio (private equity) e dei fondi di investimento alternativi del capitale imprenditoriale (venture capital), che nel diritto croato trovano regolamentazione nella Legge sui fondi di investimento alternativi ed in regolamenti attuativi. Le loro partecipazioni vengono proposte mediante offerta privata in primo luogo ad investitori professionali, ovvero qualificati. Il capitale procurato dagli investitori viene investito dai fondi anzi tutto in azioni e partecipazioni societarie; tanto che si tratti di società di nuova costituzione o società in fase di sviluppo, quanto che si tratti di società che siano già in fase più matura. Per questo il loro valore per le società commerciali è grande, poiché consente anche ai piccoli imprenditori l'approvvigionamento di mezzi per il finanziamento di attività anche quando difficilmente possano attingere alle fonti di finanziamento classiche. Posto che si tratta di un segmento del mercato dei fondi di investimento che è in fase di decollo nel business domestico, il cui

potenziale comincia appena ora ad essere scoperto, con il presente lavoro si vagliano le caratteristiche transattive di questa forma di investimento intercorrente tra il private equity (in avanti: PE) ed il venture capital (in avanti: VC) e la società nella quale tali fondi investono (società in portafoglio). Visto che la disciplina giuridica dei fondi PE e VC non è uniforme sul piano dell'Unione europea (in avanti: UE) – infatti trovano regolamentazione soltanto i loro gestori, si esaminano quelle fonti giuridiche UE, come anche le corrispondenti fonti croate, mediante le quali si regolano determinati aspetti dell'attività di tali fondi, i quali influiscono sui rapporti giuridici tra i fondi PE e VC e la società in portafoglio, quando i fondi acquistano il controllo nella società in portafoglio. In tale contesto si apre la questione se esistano determinati meccanismi mediante i quali si possa garantire che i fondi PE e VC esercitino il proprio potere nella società in portafoglio in maniera responsabile posto che vanno conciliati due (possibili) interessi contrastanti: l'interesse della società in portafoglio, del quale deve curarsi in qualità di azionista, e l'interesse degli investitori che hanno investito in tale fondo.

Parole chiave: *private equity, venture capital, fondi di investimento alternativi, società in portafoglio, Legge sui fondi alternativi di investimento.*