

DVA ELEMENTA POJMA ALTERNATIVNOG INVESTICIONOG FONDA U SRPSKOM PRAVU¹

Sažetak

Pravna regulativa koja uređuje poslovanje investicionih fondova u Republici Srbiji reformisana je 2019. godine. U cilju usklađivanja srpskog prava sa pravom Evropske unije i u skladu sa relevantnim evropskim direktivama, u Srbiji su usvojena dva nova zakona koja regulišu investicione fondove. Jedan reguliše otvorene investicione fondove sa javnom ponudom, dok drugi uređuje alternativne investicione fondove.

U ovom radu analizira se pozitivnopravni pojam alternativnog investicionog fonda, s tim što se akcenat stavlja na dva ključna elementa tog pojma u širem smislu – pojam investicionog fonda i pojam investitora. Oba navedena pojma razmatraju se u svetlu pomenutih zakona, te se opisuju konkretne pravne posledice koje iz njih proizilaze. Autor u zaključku predlaže de lege ferenda rešenja čiji je krajnji cilj razvoj tržišta alternativnih investicionih fondova u Republici Srbiji.

Ključne reči: investicioni fond, alternativni investicioni fond, UCITS, AIF, investitor, zaštita investitora.

1. UVOD

Investicioni fondovi predstavljaju jedan od najpopularnijih načina ulaganja novca u svetu. U poslednjih 30 godina oni postaju popularni prevashodno u državama koje karakteriše visok nivo razvijenosti finansijskog tržišta i berzanskog poslovanja.² Njihov nastanak ukazuje na težnju neukih investitora, poput, recimo, običnih građana, da uđu na finansijsko tržište i na taj način zarade od ušteđenog kapitala.³ Ključna uloga investicionih fondova u razvoju tržišta kapitala jeste posrednička. Oni predstavljaju posrednike između neukih lica koja žele da investiraju novac u tržište kapitala s jedne strane, i ostalih lica koja primaju investiciju s druge.⁴ U tom smislu, njihova pozicija može se uporediti sa

* Doktorand na Pravnom fakultetu Univerziteta u Beogradu, e-mail: nikolicdusan001@gmail.com

¹ Rad nastao u okviru predmeta Metodi naučnoistraživačkog rada i veštine, na prvoj godini doktorskih akademskih studija na Pravnom fakultetu Univerziteta u Beogradu.

² Dragan Mílovanović, „Uloga investicionih fondova u razvoju tržišta kapitala”, *Ekonomске teme* 4/2011, 727.

³ *Ibid.*, 728.

⁴ M. Vemić, „Pojam, uloga i značaj investicionih fondova kao učesnika na finansijskom tržištu”, *Pravo i privreda* 5–8/2006, 906.

bankama, uz napomenu da se ipak radi o potpuno drugačijem pravnom karakteru poslovanja.⁵

Nastanak i početak razvoja investicionih fondova u Republici Srbiji vezuje se za 2006. godinu i donošenje prvog zakona o investicionim fondovima.⁶ Navedeni zakon je na jedinstven način uređivao različite vrste investicionih fondova koje poznaju, pre svega, inostrana tržišta. Vlada Republike Srbije je u okviru procesa pristupanja Republike Srbije Evropskoj uniji, 12. 10. 2017. godine, preuzela obavezu da izvrši potpuno usklađivanje Zakona o investicionim fondovima sa dvema ključnim direktivama koje uređuju poslovanje investicionih fondova u Evropskoj uniji. Reč je o 1) Direktivi Evropske unije o preduzećima za kolektivno investiranje u prenosive hartije od vrednosti (u daljem tekstu: UCITS direktiva)⁷ i 2) Direktivi koja se odnosi na upravljanje alternativnim investicionim fondovima⁸ (u daljem tekstu: AIFM direktiva). Inicijativa Evropske unije za donošenje AIFM direktive predstavlja deo globalne reforme finansijskih tržišta koja je usledila neposredno nakon izbijanja svetske ekonomske krize a inicirana je 2009. godine od strane londonskog samita lidera G-20.⁹ Navedena potreba za reformom i novom regulativom posebno se odnosila na hedž fondove i fondove privatnog kapitala, kao i na ostale forme alternativnih investicionih fondova.¹⁰ Zanimljiva je izjava tadašnjeg predsednika Evropske komisije, 2010. godine, da će usvajanjem direktive hedž fondovi, kao i fondovi privatnog kapitala „prestati da posluju u regulatornoj praznini, van nadzora supervizora”.¹¹ U skladu sa navedenom obavezom, 10. 10. 2019. godine, Narodna skupština Republike Srbije usvojila je dva zakona – Zakon o otvorenim investicionim fondovima sa javnom ponudom (u daljem tekstu: ZUCITS)¹² i Zakon o alternativnim investicionim fondovima (u daljem tekstu: ZAIF).¹³ Od 2019. godine Republika Srbija ima potpuno reformisan sistem investicionih fondova, kako u pravnom tako i u faktičkom smislu. Reformu pominje i Izveštaj Evropske komisije za Republiku Srbiju iz 2020. godine,¹⁴ u kome se naglašava da je cilj novih zakona dalje usklađivanje sa relevantnim direktivama Evropske unije. Prema podacima Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije, trenutno su u Srbiji registrovana ukupno 24 investiciona fonda,

⁵ *Ibid.*, 906.

⁶ Zakon o investicionim fondovima, *Službeni glasnik RS*, br. 46/06, 51/09, 31/11 i 115/14.

⁷ Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), *OJ L* 302, 17. 11. 2009 – UCITS Directive.

⁸ Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers, *OJ L* 174, 1. 7. 2011, p. 1–73 – AIFM Directive.

⁹ A. Duncan, E. Curtin, M. Crosignani, “Alternative regulation: the directive on alternative investment fund managers”, *Capital Markets Law Journal* 3/2011, 326.

¹⁰ W. Raab, *Grundlagen des Investmentfonds-geschäftes*, 7. Auflage, Wiesbaden 2019, 6.

¹¹ R. Olivares-Caminal, M. Bodellini, “The UK regulation on alternative investment fund managers: a difficult compromise between two different legislative approaches”, *Journal of Banking Regulation* 19/2018, 75.

¹² Zakon o otvorenim investicionim fondovima sa javnom ponudom – ZUCITS, *Službeni glasnik RS*, br. 73/2019

¹³ Zakon o alternativnim investicionim fondovima – ZAIF, *Službeni glasnik RS*, br. 73/2019.

¹⁴ Godišnji izveštaj Evropske komisije o napretku Srbije za 2020. godinu, dostupno na: https://www.mei.gov.rs/upload/documents/eu_dokumenta/godisnji_izvestaji_ek_o_napretku/serbia_report_2020_SR.pdf, 7. 9. 2022.

od toga 23 prema ZUCITS-u i svega jedan prema ZAIF-u.¹⁵ Stupanjem na snagu ovih zakona, a na osnovu čl. 134 ZUCITS-a, raniji zakon o investicionim fondovima prestao je da važi. Analizom stanja u praksi stiće se utisak da srpsko tržište, s jedne strane, ima iskustva kada su u pitanju otvoreni investicioni fondovi sa javnom ponudom (u daljem tekstu: UCITS fond) dok su, s druge strane, alternativni investicioni fondovi (u daljem tekstu: AIF) za sada nepoznanica srpskom tržištu kapitala. Iz tog razloga neophodno je fokusirati se prevashodno na pravni pojam upravo alternativnih investicionih fondova u srpskom pravu, kao i na njegove ključne elemente koji objašnjavaju pravnu suštinu investicionih fondova u širem smislu, pa tako i samih AIF-a.

2. POJAM ALTERNATIVNOG INVESTICIONOG FONDA U SRPSKOM PRAVU

U srpskom ZAIF-u, u čl. 2, st. 1, tač. 3 data je definicija alternativnog investicionog fonda prema kojoj je to investicioni fond koji je osnovan u skladu sa navedenim zakonom, i koji prikuplja sredstva od investitora sa namerom da ih investira u skladu sa utvrđenom politikom ulaganja, u korist investitora, a za koji se ne zahteva dozvola za rad u smislu zakona kojim se uređuje organizovanje i rad otvorenih investicionih fondova sa javnom ponudom. Suštinski, alternativni investicioni fondovi određeni su negativno kao svi oni koji nisu UCITS fondovi.

Radi potpunijeg razumevanja pojma alternativnog investicionog fonda neophodno je dati odgovor prevashodno na dva pitanja. Prvo, šta su uopšte investicioni fondovi i drugo, koja su to lica koja mogu ulagati kapital u njih? Upravo iz ovih pitanja, kao i iz definicije alternativnog investicionog fonda, proizlaze dva ključna elementa tog pojma: 1) pojam investicionog fonda i 2) pojam investitora.

2.1. Pojam investicionog fonda

Pojam investicionog fonda, koji je sastavni deo definicije alternativnog investicionog fonda, nije definisan u ZAIF-u. Njegovu definiciju u srpskom pravu sadrži ZUCITS, koji u čl. 2, st. 1, tač. 2 propisuje da je investicioni fond institucija kolektivnog investiranja u okviru koje se prikupljaju novčana sredstva i ulažu u različite vrste imovine, u skladu sa unapred određenom investicionom politikom, sa ciljem ostvarivanja prihoda u korist imalaca investicionih jedinica odnosno članova investicionog fonda i smanjenja rizika ulaganja. Gotovo istovetnu definiciju investicionog fonda predviđao je i raniji zakon o investicionim fondovima, osim što nije sadržao dva elementa: postojanje investicione politike i ostvarivanje prihoda u korist imalaca investicionih jedinica.¹⁶

¹⁵ Vid. sajt Komisije za hartije od vrednosti: <https://www.sec.gov.rs/index.php/sr/учесници/и́ржиии́и́е-кайи́и́ала/основни-и́огаци>.

¹⁶ Zakon o investicionim fondovima, *Službeni glasnik RS*, br. 46/06, 51/09, 31/11 i 115/14, čl. 2, st. 1, tač. 2.

Imajući u vidu nedostatak definicije pojma investicionog fonda u ZAIF-u, prilikom određivanja značenja ovog pojma, treba se voditi pravilima sistemskog tumačenja,¹⁷ te bi definiciju iz ZUCITS-a trebalo primeniti i u tom slučaju. U teoriji je investicioni fond definisan kao specijalizovano društvo koje se bavi prikupljanjem slobodnih novčanih sredstava članova (investitora) u cilju njihovog zajedničkog ulaganja u finansijske instrumente i druge oblike imovine u skladu sa unapred utvrđenom investicionom politikom.¹⁸ Zajedničko teorijskopravnoj i pozitivnopravnoj definiciji investicionog fonda jeste postojanje investicione politike, kao i činjenica da se u okviru investicionog fonda prikupljaju novčana sredstva. Prilikom analize ostalih elemenata definicije primećuje se razlika pre svega u samom određenju subjektiviteta investicionog fonda. Pozitivnopravna definicija propisuje da je investicioni fond institucija, dok teorijskopravna navodi da je to specijalizovano društvo. S obzirom na to što investicioni fond, kao krovni pojam, uključuje sve podvrste investicionih fondova, pa tako i otvorene investicione fondove koji nemaju pravni subjektivitet, investicioni fond u širem smislu ne može biti definisan kao specijalizovano društvo u kompanijskopravnom smislu. ZUCITS pak koristi termin *institucija* koji nije precizan, ali je pravno dosledniji. Druga razlika vidi se u cilju prikupljanja novčanih sredstava. Zakonska definicija predviđa dva cilja: 1) ostvarivanje prihoda članova investicionog fonda i 2) smanjenje rizika ulaganja, dok se u teoriji navodi da je cilj prikupljanja sredstava zajedničko ulaganje.

Na prvi pogled, direktive Evropske unije po kojima su pisani srpski zakoni ne poznaju definiciju investicionog fonda. Razlog za to može biti upravo u nameri da se ostavi prostor svakoj državi članici da definiše ovaj pojam u skladu sa svojim potrebama. I pored toga, zbog sličnosti sa srpskom definicijom investicionog fonda, za analizu definicije investicionog fonda zapravo treba uzeti definiciju alternativnog investicionog fonda iz AIFM direktive, a posebno smernice Evropskog nadzornog tela za hartije od vrednosti i tržišta kapitala o ključnim konceptima AIFM direktive (u daljem tekstu: ESMA smernice)¹⁹ koji objašnjavaju elemente definicije investicionog fonda.

2.1.1. Pojam investicionog fonda i ESMA smernice

Evropsko nadzorno telo za hartije od vrednosti i tržišta kapitala (u daljem tekstu: ESMA) osnovano je 2011. godine sa sedištem u Parizu, Francuska. ESMA predstavlja nezavisno telo Evropske unije. Njegova svrha je poboljšanje principa zaštite ulagača i promovisanje stabilnih i uređenih finansijskih tržišta.²⁰

¹⁷ U pravnoj teoriji naglašeno je da su definicije sadržane u jednom zakonodavnom tekstu primenjive u svim zakonodavnim tekstovima koji se bave istim predmetom, osim ako se ne pojavi suprotna namera. Ž. Harašić, „Dometi sistematskog tumačenja u pravu”, *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu* 46/2009, 323.

¹⁸ N. Jovanović, V. Radović, M. Radović, *Kompanijsko pravo*, 2. izdanje, Beograd 2021, 655.

¹⁹ European Securities and Markets Authority, “Guidelines on key concepts of the AIFMD”, of 13. 8. 2013 (corrected version from 30. 1. 2014), ESMA/2013/611), Tz. III. 4, 2013, 5.

²⁰ Za više o Evropskom nadzornom telu za hartije od vrednosti i tržišta kapitala vid. <https://www.esma.europa.eu/about-esma/esma-in-brief>.

Kao što je već objašnjeno, u srpskoj definiciji pojma investicionog fonda koristi se neodređen i širok pojam „institucija kolektivnog investiranja” (engl. *collective investment undertaking*).²¹ U ESMA smernicama ovaj pojam posebno se obrađuje, te se navodi da ukoliko institucija kumulativno ispunjava tri uslova može se smatrati institucijom kolektivnog investiranja.²² Prvi uslov je da generalna svrha institucije nije uobičajena trgovina ili proizvodnja.²³ Drugi uslov govori o objedinjavanju novčanih sredstava ulagača tako da proizvode „zajednički povrat” (engl. *pooled return*), i poslednji, treći uslov odnosi se na to da ulagači, tj. imaoci jedinica investicionog fonda ili vlasnici udela u investicionom fondu, nemaju upravljačka prava. Za treći uslov bitno je naglasiti da ukoliko jedan od ulagača, ili čak više njih, poseduje navedena prava, neće se smatrati da taj uslov nije ispunjen. Bitno je da ulagači kao grupa nemaju navedena prava. Ovim je naglašeno da cilj radi kojeg poseduju investicione jedinice, a naročito udele, nije upravljanje, već ostvarivanje profita u čisto ekonomskom smislu.²⁴

Drugi element srpske definicije investicionog fonda jeste „prikupljanje novčanih sredstava, tj. kapitala”. „Prikupljanje kapitala” detaljno je objašnjeno u ESMA smernicama, gde se navodi da, ako je investicioni fond uspostavljen isključivo ulaganjem privatnog kapitala od strane člana prethodno postojeće grupe, kao što je recimo porodica, takvo ulaganje ne bi potpadalo pod ovaj element, te se ne bi moglo smatrati investicionim fondom. Dakle, da bi se određena institucija smatrala investicionim fondom neophodno je da se prikupljanjem novčanih sredstava bavi profesionalno. Iz navedenog proizlazi da je ovakvo tumačenje primenljivo i na srpsko pravo.²⁵

Kod trećeg elementa, investitora, srpska definicija ih pominje u množini, iz čega se može zaključiti da definicija podrazumeva postojanje više investitora. ESMA smernice naglašavaju da to mora biti samo pravno, ali ne i faktičko stanje, što bi trebalo primeniti i u srpskom pravu. Dakle, ukoliko investicioni fond faktički ima samo jednog ulagača, on je i dalje investicioni fond. Nasuprot tome, ukoliko određena institucija ima opštim aktima propisano ograničenje da u nju može ulagati samo jedan investitor, ne bi se mogla smatrati investicionim fondom.²⁶

Poslednji od elemenata, koji za razliku od ranijeg zakona o investicionim fondovima predstavlja *conditio sine qua non* za postojanje investicionog fonda,

²¹ U teoriji se koristi i izraz *ustanova*, vid. M. Vasiljević, T. Jevremović Petrović, J. Lepetić, *Kompanijsko pravo. Pravo privrednih društava*, Beograd 2020, 371.

²² *Ibid.*, 5.

²³ Navedeni uslov na engleskom jeziku glasi: *the undertaking does not have a general commercial or industrial purpose*. Vid. European Securities and Markets Authority, „Guidelines on key concepts of the AIFMD”, of 13. 8. 2013. (corrected version from 30.1.2014), ESMA/2013/611), Tz. III. 4, 5. Važno je takođe naglasiti i da se ovde pod pojmom trgovinski (engl. *commercial*) verovatno misli na kupovinu i prodaju robe. Pod pojmom *roba* u teoriji se smatraju telesne pokretne stvari namenjene prodaji. Vid. N. Jovanović, V. Radović, M. Radović, *Trgovinsko pravo*, 2. izdanje, Beograd 2021, 139.

²⁴ European Securities and Markets Authority, „Guidelines on key concepts of the AIFMD”, of 13. 8. 2013 (corrected version from 30.1.2014), ESMA/2013/611), Tz. III. 4, 5.

²⁵ *Ibid.*, 6.

²⁶ *Ibid.*

jeste unapred utvrđena investiciona politika. U ovom delu se može postaviti pitanje: kako tumačiti termin „unapred utvrđena”, tj. u kom trenutku je neophodno postojanje investicione politike? Da li prilikom osnivanja investicionog fonda ili nakon toga? Prema ESMA smernicama, investiciona politika mora biti utvrđena najkasnije do trenutka kada nastane obaveza ulagača prema investicionom fondu na unosenje investicije.²⁷ Pored toga, ESMA smernice propisuju još tri uslova koji pojedinačno ili kumulativno ukazuju na postojanje utvrđene investicione politike.²⁸

U srpskoj definiciji predviđa se i cilj ulaganja kapitala, a to je smanjenje rizika ulaganja. Smanjenje rizika prilikom ulaganja investicionih fondova ostvaruje se prevashodno diversifikacijom ulaganja²⁹ koja na kraju i rezultira disperzijom rizika. Ova odlika, iako vrlo važna za ulaganje investicionog fonda, ne može se smatrati i ciljem ulaganja. Dakle, sam način ulaganja investicionog fonda, a to je kolektivno ulaganje, neminovno rezultira smanjenjem rizika ulaganja, tako da to nije neophodno posebno naglašavati u definiciji investicionog fonda. Može se izvući zaključak da je srpski zakonodavac hteo posebno da naglasi ovaj princip imajući u vidu da je smanjenje rizika jedna od glavnih odlika kolektivnog investiranja.

Na kraju, iz svega navedenog proizilazi da bi najadekvatnija definicija pojma investicionog fonda u srpskom pravu bila ta da je investicioni fond institucija kolektivnog investiranja čija je delatnost prikupljanje novčanih sredstava od jednog broja investitora radi daljeg ulaganja u imovinu u skladu sa utvrđenom politikom ulaganja, sa ciljem da investitori ostvare prihode.

2.2. Pojam investitora

Drugi bitan element pojma alternativnog investicionog fonda govori o tome od koga se novčana sredstva prikupljaju, a to su investitori (ulagači). Način prikupljanja novčanih sredstava u bilo kom investicionom fondu funkcioniše tako što investitori stiču jedinice investicionog fonda, akcije ili udele u zavisnosti od toga o kojoj vrsti investicionog fonda se radi. Članska prava koja investitori stiču u investicionom fondu bez pravnog subjektiviteta stiču se kupovinom investicionih jedinica. U investicionom fondu organizovanom u formi akcionarskog društva, kupovinom akcija i u slučaju forme društva sa ograničenom odgovornošću, kupovinom udela.³⁰ U berzanskom pravu postoji uža definicija investitora i smatra se da je to lice koje kupuje vrednosnice s namerom da na osnovu njih ubira prihode od izdavaoca, bez ulaganja svog rada.³¹ Razlog zašto se ovde radi o užoj definiciji je taj što je jedno od temeljnih načela berzanskog prava načelo javnosti.³² Suština

²⁷ *Ibid.*, 7.

²⁸ *Ibid.*

²⁹ N. Jovanović, V. Radović, M. Radović, *Kompanijsko pravo*, 655.

³⁰ *Ibid.*, 658.

³¹ N. Jovanović, *Berzansko pravo*, 2009, 21.

³² *Ibid.*.

tog načela je u tome da se berzanska trgovina odvija isticanjem javnih ponuda, tj. opštih ponuda unapred neodređenim licima.³³ To će uvek biti slučaj ukoliko se radi o ulaganju u javni investicioni fond koji sredstva prikuplja javnom emisijom prenosivih hartija od vrednosti (npr. investicione jedinice UCITS fondova ili akcije AIF-a organizovanog kao javno akcionarsko društvo). S obzirom na to što investicioni fondovi mogu biti i privatni, a to znači da nemaju vrednosnice u javnoj trgovini i da im je zabranjeno svako oglašavanje radi sakupljanja ili preprodaje uloga,³⁴ definicija berzanskog prava, u tom smislu, ne obuhvata sve ulagače u investicione fondove.

Imajući u vidu da srpsko pozitivno pravo smešta investicione fondove u dva zakona, pojam investitora nema isti smisao u Zakonu o otvorenim investicionim fondovima sa javnom ponudom i u Zakonu o alternativnim investicionim fondovima. U skladu s tim, neophodno je analizirati navedeni pojam u smislu kako jednog tako i drugog zakona.

2.2.1. Pojam investitora u Zakonu o otvorenim investicionim fondovima sa javnom ponudom

Zakon o otvorenim investicionim fondovima sa javnom ponudom definiše pojam investitora u samom pojmovniku, tj. u čl. 2, st. 1, tač. 7, gde je propisano da su investitori odnosno članovi investicionog fonda domaća i strana fizička ili pravna lica na čije ime su registrovane investicione jedinice i koji registracijom postaju njihovi imaoци. Važno je naglasiti da se ova definicija odnosi na članove, tj. investitore UCITS fondova. Definicija investicionog fonda iz ZUCITS-a pominje članove ali i imaoce investicionih jedinica, tako da nije opravdano tumačenje da su članovi (investitori) zapravo samo imaoци investicionih jedinica, već i vlasnici udela ili akcija. Dalje u čl. 37 navodi se da u UCITS fond mogu ulagati pravna i fizička lica u skladu sa odredbama tog zakona. Takođe, u čl. 52, kojim je regulisano sticanje investicionih jedinica, u st. 8, tač. 1 propisano je da je društvo za upravljanje investicionim fondom dužno da odbije da zaključi ugovor o ulaganju ukoliko sticalac investicionih jedinica ne ispunjava uslove da bude investor u UCITS fondu, u skladu sa odredbama tog zakona i prospektom. Iako se iz pomenutih odredaba Zakona može steći utisak da postoje posebni uslovi koje lica moraju ispunjavati da bi mogla da ulažu u UCITS fondove, to nije slučaj. *Ratio* koji leži u ovako široko definisanom krugu investitora u UCITS fondove jeste taj što upravo mali (neuki) ulagači investiraju u javne investicione fondove.³⁵ Da bi se interesi neukih ulagača zaštitili, neophodan je drugačiji pravni režim koji strože reguliše, kako same investicione fondove³⁶ tako i trgovanje njihovim investicionim jedinicama. Stroži pravni

³³ *Ibid.*

³⁴ *Ibid.*, 162.

³⁵ N. Jovanović, V. Radović, M. Radović, *Kompanijsko pravo*, 656. U teoriji postoje razlike između pojma malog ulagača i pojma neukog ulagača. Vid. N. Jovanović, 2009, 152, 156.

³⁶ N. Jovanović, V. Radović, M. Radović, *Kompanijsko pravo*, 656.

režim ogleda se u teorijskopравnom smislu u temeljnom načelu zaštite investitora³⁷ u skladu sa kojim su i doneseni pravni akti kao što su UCITS direktiva, ZUCITS i Zakon o tržištu kapitala.³⁸ Taj princip je naglašen u samim aktima, pa je tako u tač. 3 preambule UCITS direktive navedeno da je neophodno da se nacionalna prava ujednače radi osiguravanja učinkovite i ujednačene zaštite imalaca investicionih jedinica, tj. investitora. U srpskom ZUCITS-u indirektno je u čl. 12, st. 4 navedeno da je jedan od uslova za dobijanje dozvole za rad UCITS fonda to da Komisija za hartije od vrednosti utvrdi da je obezbeđena adekvatna zaštita interesa investitora. Zakon o tržištu kapitala u čl. 1, st. 2, tač. 1, kojim je uređen predmet tog Zakona, eksplicitno navodi da je njegovo osnovno načelo i cilj zaštita investitora.

Na kraju, suština UCITS fondova jeste u slobodi da svoje jedinice mogu da nude bilo kojoj vrsti investitora.³⁹ Što se srpskog ZUCITS-a tiče, može se steći pogrešan utisak da lica koja žele da investiraju u UCITS fondove moraju ispuniti određene uslove, što zapravo nije slučaj. *De lege ferenda* trebalo bi da se dosledno izmeni čl. 52, st. 8, tač. 1 ZUCITS-a kojim je regulisano sticanje investicionih jedinica tako da je društvo za upravljanje investicionim fondom dužno da odbije da zaključi ugovor o ulaganju ukoliko sticalac investicionih jedinica ne ispunjava uslove da bude investitor u UCITS fondu isključivo u skladu sa prospektom, ali ne i sa odredbama tog zakona.

2.2.2. Pojam investitora u Zakonu o alternativnim investicionim fondovima

Za razliku od ZUCITS-a, ZAIF nema definiciju investitora koja bi se u širem smislu odnosila na sve investitore u alternativne investicione fondove. S druge strane, u čl. 2, st. 1, tač. 32, 33 i 34 ZAIF-a ipak se daju definicije određenih kategorija investitora. Radi se o profesionalnim, poluprofesionalnim i malim investitorima. AIFM direktiva takođe ne poznaje opštu definiciju investitora, već u čl. 4, tač. (ag) i (ai), za razliku od srpskog prava, daje definicije samo profesionalnog i malog investitora, dok kategoriju poluprofesionalnog investitora ne poznaje. Pored analize tri navedene vrste investitora, neophodno je osvrnuti se i na konkretne pravne posledice koje proizilaze iz kvalifikacije lica kao profesionalnog, poluprofesionalnog ili malog investitora.

2.2.2.1. Profesionalni, poluprofesionalni i mali investitori

Prema srpskom ZAIF-u, profesionalni investitor je onaj investitor koji ispunjava uslove za profesionalnog klijenta prema zakonu kojim se uređuje tržište kapitala. Srpski zakonodavac se ovde ugledao na AIFM direktivu koja predviđa

³⁷ N. Jovanović, 2009, 24.

³⁸ Zakon o tržištu kapitala – ZOTK, *Službeni glasnik RS*, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 i 153/2020.

³⁹ H. Wegman, *Investor Protection: Towards Additional EU Regulation of Investment Funds?*, Alphen an den Rijn 2015, 36.

da se profesionalnim investitorom smatra ono lice koje se smatra profesionalnim klijentom u smislu Direktive Evropske unije br. 2004/39/EK, tzv. MiFID 1 direktive.⁴⁰ Što se tiče uslova koje ZOTK propisuje za profesionalnog klijenta, u čl. 2, st. 1, tač. 18 definisano je da je profesionalni klijent lice koje poseduje dovoljno iskustva, znanja i stručnosti za samostalno donošenje odluka o ulaganjima i pravilnu procenu rizika u vezi sa ulaganjima, i koji ispunjava uslove propisane tim zakonom. Član 172 ZOTK-a dalje detaljnije razrađuje gorepomenutu definiciju i propisuje da se profesionalnim klijentima smatraju: 1) lica koja za poslovanje na finansijskom tržištu podležu obavezi odobrenja odnosno nadzora od strane nadležnog organa;⁴¹ 2) pravna lica koja ispunjavaju barem dva od sledećih uslova: da njihova ukupna imovina iznosi najmanje 20.000.000 evra, da im godišnji poslovni prihod iznosi minimalno 40.000.000 evra i da im sopstveni kapital iznosi najmanje 2.000.000 evra; i 3) Republika Srbija, autonomne pokrajine, kao i druge države ili nacionalna i regionalna tela, Narodna banka Srbije i centralne banke drugih država, međunarodne i nadsacionalne institucije i ostale međunarodne organizacije.

Sporno pitanje proizilazi iz čl. 173, st. 1 ZOTK-a u kojem je propisano da investiciono društvo može i druge klijente na njihov zahtev tretirati kao profesionalne ako proceni da poseduju dovoljno iskustva, znanja i stručnosti za samostalno donošenje odluka o ulaganjima i pravilnu procenu rizika u vezi sa ulaganjima, u zavisnosti od vrste transakcija ili usluga. U st. 2 istog člana dalje se navodi da procena rizika podrazumeva da profesionalni klijent ispunjava najmanje dva uslova propisana za kvalifikovane investitore iz čl. 14, st. 2, tač. 2 ZOTK-a. Član 14 odnosi se na tzv. „debele mačke”,⁴² tj. fizička lica koja se smatraju kvalifikovanim investitorima. U tom smislu postoje tri uslova od kojih to lice mora zadovoljiti bar dva da bi se smatralo kvalifikovanim investitorom: 1) da je izvršilo transakcije na finansijskim tržištima uz prosečnu učestalost od najmanje deset transakcija po kvartalu u poslednje dve godine i u vrednosti od 50.000 evra kvartalno; 2) da veličina portfolija hartija od vrednosti koje poseduje prelazi 500.000 evra u dinarskoj protivvrednosti; i 3) da radi ili je radilo najmanje godinu dana u finansijskom sektoru na poslovima koji zahtevaju poznavanje ulaganja u hartije od vrednosti.

Ključno pitanje jeste da li se i ta fizička lica mogu smatrati profesionalnim investitorima u smislu ZAIF-a, imajući u vidu da oni status profesionalnog klijenta mogu imati jedino ukoliko ih na taj način tretira investiciono društvo u smislu ZOTK-a. Odgovor na ovo pitanje mogao bi ležati u kvalifikaciji društva za upravljanje alternativnim investicionim fondom (u daljem tekstu: DZUAIF) kao investicionog društva u smislu ZOTK. Ukoliko je odgovor pozitivan, on bi

⁴⁰ AIFM direktiva, čl. 4, tač. (ag).

⁴¹ Tu spadaju: kreditne institucije, investiciona društva i druge finansijske institucije, čije je poslovanje odobrio ili nadzire odgovarajući nadzorni organ, društva za osiguranje, institucije kolektivnog investiranja i njihova društva za upravljanje, penzijski fondovi i njihova društva za upravljanje, dileri produktnih berzi, kao i ostala lica koja nadzire nadležni organ.

⁴² N. Jovanović, „Novi zakonodavni ‘mućak’ Srbije u MiFID okruženju”, *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom EU* (ur. Dragan Mitrović), Beograd 2011, 270.

mogao tretirati fizička lica koja ispunjavaju uslove iz čl. 14, st. 2, tač. 2 ZOTK-a kao profesionalne klijente, a samim tim i kao profesionalne investitore. Krajnji odgovor ovde leži u čl. 4, st. 1, tač. 1 ZOTK-a gde je, između ostalog, navedeno da se odredbe poglavlja 9 ZOTK-a koje reguliše investiciona društva ne primenjuju na institucije kolektivnog investiranja i njihova društva za upravljanje.⁴³ Ako se pomenuti članovi dovedu u vezu, zaključuje se da se čl. 173 ZOTK-a ne može primeniti u smislu ZAIF-a. Drugim rečima, profesionalnim investitorima u smislu ZAIF-a mogu se smatrati profesionalni klijenti definisani samo u čl. 172 ZOTK-a.

Druga vrsta investitora koju Zakon definiše su mali⁴⁴ investitori. Oni su u Zakonu negativno definisani kao investitori koji nisu profesionalni investitori. Dakle, ova vrsta investitora moglo bi biti bilo koje lice. Pravnoteorijski, način razlikovanja investitora koji definiše profesionalne i poluprofesionalne investitore, dok neprofesionalni ili neuki predstavljaju sva „ostala” lica, ima svoje utemeljenje. Ključni argument tu je nemogućnost da se postave objektivni kriterijumi za razlikovanje znanja i stručnosti kao objektivnih činjenica.⁴⁵

Poslednja vrsta investitora koja je definisana jesu poluprofesionalni investitori. ZAIF propisuje da su to mali investitori koji kumulativno ispunjavaju dva dodatna uslova: 1) za potrebe ulaganja u udele u AIF-u jednog AIF-a obavezuju se da jednokratno uplate iznos od najmanje 50.000 evra ili ekvivalentnu vrednost u drugoj valuti, na način propisan pravilima poslovanja i prospektom AIF-a onda kada postoji obaveza njegovog objavljivanja; 2) DZUAIF je procenio da to lice ima dovoljno iskustva na tržištu kapitala i stručnog znanja da bi razumelo rizike ulaganja, kao i da je ulaganje u AIF u skladu sa njegovim investicionim ciljevima.⁴⁶ Drugi uslov koji se tiče procene investitora od strane DZUAIF-a dalje je detaljno razrađen u čl. 178 ZAIF-a koji nosi naziv „Procena primerenosti poluprofesionalnog investitora”. U st. 1 navedenog člana predviđeno je da je DZUAIF dužan da sačini procenu primerenosti poluprofesionalnog investitora. Procena obuhvata tri kriterijuma, i to: 1) usklađenost ciljeva i investicione strategije AIF-a i investicionih ciljeva investitora; 2) sposobnost investitora za preuzimanje rizika koji proizilaze iz ulaganja u udele AIF-a; i 3) znanje i iskustvo investitora potrebno za razumevanje rizika ulaganja u udele u AIF-u. U st. 2 istog člana propisana je obaveza DZUAIF-a da u svrhu procene iz st. 1, tj. gorenavedenih kriterijuma, prikupi podatke o investicionim ciljevima investitora, njegovoj finansijskoj situaciji, kao i znanju i iskustvu na području ulaganja. Dalje, st. 8 istog člana predviđa da će Komisija za hartije od vrednosti propisati uslove pod kojima DZUAIF procenjuje da

⁴³ Celokupni tekst navedenog stava i tačke glasi: „Poglavlja IX. i X. koja regulišu investiciona društva ne primenjuju se na institucije kolektivnog investiranja i njihove kastodi banke i društva za upravljanje, osim kada je to izričito predviđeno pojedinačnim odredbama ovog zakona. U tim poglavljima nema odredbi koje bi se posredno odnosile na investicione fondove.”

⁴⁴ U pravnoj teoriji poznata je razlika između velikih i malih ulagača (investitora). pa se tako velikim investitorom smatra onaj čiji obim poslovanja u određenom vremenu prevazilazi propisani iznos tržišne vrednosti vrednosnica, dok se investitor čiji obrt manje vredi u istom vremenskom razmaku smatra malim. Vid. N. Jovanović, 2009, 153.

⁴⁵ *Ibid.*

⁴⁶ ZAIF, čl. 2, st. 1, tač. 34.

li mali investitor može steći status poluprofesionalnog investitora, kao i sadržinu podataka koje DZUAIF mora prikupiti u smislu gorenavedenog st. 2. Navedeni uslovi propisani su u čl. 5 Pravilnika o vrstama alternativnih investicionih fondova i tiču se isključivo opisa podataka koje DZUAIF mora prikupiti o investitoru.⁴⁷

Iz ovakvog pozitivnopravnog rešenja određivanja pojma poluprofesionalnog investitora proističe nekoliko spornih pitanja. Prvo, drugi uslov iz čl. 2, st. 1 tač. 34 ZAIF-a posebno je zanimljiv zato što DZUAIF-u daje diskreciono pravo da procenjuje da li je određeno lice poluprofesionalni investitor. Naknadni uslovi i način na koji on to mora da uradi tiču se isključivo obaveza prikupljanja određenih podataka, ali se ne predviđa njihova kvalitativna kvalifikacija. DZUAIF, dakle, ima samo obavezu da prikupi određene podatke i sačini procenu primerenosti malog investitora.⁴⁸ U čl. 5, st. 4, tač. 3 Pravilnika o vrstama alternativnih investicionih fondova⁴⁹ predviđeno je da se podaci relevantni za ocenu znanja i iskustva investitora tiču stručne spreme i zanimanja investitora. Pravilnik ne govori da to mora biti viša stručna sprema ili da njegovo zanimanje mora biti usko povezano sa trgovinom finansijskim instrumentima. Posledica ovakvog uređenja može biti da DZUAIF-i, čak i ako se pretpostavlja da imaju znanja i iskustva, mogu donositi pogrešne zaključke upravo zato što nemaju jasne parametre na osnovu kojih bi vršili procenu.

Pravilnik o vrstama alternativnih investicionih fondova u čl. 4, st. 3 propisuje i jednu pravnu fikciju, pa tako predviđa da se poluprofesionalnim investitorima moraju smatrati relevantna lica⁵⁰ u odnosu na DZUAIF, ukoliko su investitori u AIF-u kojim taj DZUAIF upravlja, te se na njih ne primenjuju odredbe čl. 2, st. 1, tač. 34 ZAIF-a. Dakle, u slučaju da se lice može smatrati relevantnim licem u odnosu na

⁴⁷ Naziv ovog člana glasi „Procena primerenosti poluprofesionalnog investitora” i predviđa da je DZUAIF dužan da prikupi podatke o investicionim ciljevima investitora, njegovoj finansijskoj situaciji, kao i o znanju i iskustvu u oblasti ulaganja. Dalje u st. 2 predviđeno je da podaci o investicionim ciljevima investitora moraju da obuhvataju podatke o planiranom trajanju ulaganja, spremnosti na preuzimanje rizika, profilu rizičnosti investitora i svrsi ulaganja. St. 3 propisuje šta moraju da obuhvataju podaci o finansijskoj situaciji investitora, a to su podaci o izvoru i visini redovnih prihoda investitora i njegovoj imovini, uključujući podatke o likvidnim sredstvima, ulaganjima, nepokretnostima i redovnim finansijskim obavezama. St. 4 odnosi se na podatke o znanjima i iskustvima potrebnim za razumevanje rizika povezanih sa ulaganjem u udele u AIF-u, i obuhvataju: 1) vrstu imovine, usluga i transakcija sa kojima je investitor upoznat; 2) prirodu, obim i učestalost transakcija sa kojima je investitor upoznat i 3) stručnu spremu i zanimanje investitora.

⁴⁸ Iako Zakon ovde navodi da se radi o proceni primerenosti „poluprofesionalnog” investitora, treba imati u vidu da se zapravo procenjuje mali investitor i da status poluprofesionalnog investitora dobija upravo po pozitivnoj proceni DZUAIF-a na osnovu njegove diskrecione odluke.

⁴⁹ Pravilnik o vrstama alternativnih investicionih fondova, *Službeni glasnik RS*, br. 61/2020, 85.

⁵⁰ Definicija pojma relevantno lice propisana je u čl. 2, st. 1, tač. 50 ZAIF-a. Tu se predviđa da su to lica koja su u odnosu sa DZUAIF-om na jedan od sledećih načina: (1) lice na rukovodećoj poziciji u DZUAIF-u, lice koje je član, odnosno akcionar DZUAIF-a, lice koje je član nadzornog odbora ili lice koje je prokurista DZUAIF-a; (2) lice na rukovodećoj poziciji, član nadzornog odbora ili prokurista u zatvorenom AIF-u koji ima svojstvo pravnog lica; (3) lice na rukovodećoj poziciji u pravnom licu kojem je DZUAIF delegirao svoje poslove, lice na rukovodećoj poziciji ili član društva ovlašćenog za ponudu i distribuciju udela u AIF-u; (4) lice koje je zaposleno u DZUAIF-u, lice koje je zaposleno u pravnom licu na koje je DZUAIF delegirao svoje poslove ili lice koje je zaposleno u pravnom licu ovlašćenom za ponudu i distribuciju udela AIF-a, a koje je uključeno u delatnosti koje DZUAIF obavlja i (5) sva druga fizička lica koja obavljaju usluge za DZUAIF odnosno lica koja su angažovana od strane DZUAIF-a, a koja su uključena u delatnosti koje DZUAIF obavlja.

DZUAIF, u skladu sa čl. 2, st. 1, tač. 50 ZAIF-a, postoji fikcija da je to lice poluprofesionalni investitor. Ono što je nejasno u formulaciji ove fikcije jeste činjenica da se predviđa da je to lice već investiralo u AIF kojim taj DZUAIF upravlja. Suštinski primarno određivanje statusa poluprofesionalnog investitora vrši se *ex-ante*, tj. pre same investicije, upravo zato da bi se odredilo da li to lice može da bude investitor u određenom AIF-u, tako da ovakva formulacija nije jasna.

Osim primarne definicije i gorenavedene fikcije, ZAIF predviđa i jedan poseban uslov ukoliko se radi o poluprofesionalnim investitorima u AIF privatnog kapitala. U čl. 190 ZAIF-a koji nosi naziv „Ulaganje poluprofesionalnih investitora u AIF-u privatnog kapitala” (engl. *private equity fund*) propisani su identični uslovi kao u definiciji poluprofesionalnog investitora, s tim što se ovde u st. 1, tač. 1 navodi da je ukupan minimalni iznos koji se mali investitor obavezao da uplati za potrebe ulaganja u udeo jednog AIF-a privatnog kapitala 250.000 evra ili ekvivalentna novčana vrednost.

Uporednopravno gledano, kategoriju poluprofesionalnog investitora poznaje i nemačko pravo. U nemačkom Zakonu o investicionim fondovima⁵¹ u čl. 1, tač. 33 propisana je definicija poluprofesionalnog investitora. Ova kategorija investitora uvedena je poslednjim izmenama nemačkog zakona koji uređuje investicione fondove da bi se organizacijama kao što su npr. fondacije, sindikati ili crkve omogućilo da ulažu u određene kategorije alternativnih investicionih fondova, tzv. specijalne alternativne investicione fondove, u koje inače mogu da ulažu samo profesionalni investitori.⁵² U teoriji se navodi da je institut poluprofesionalnog investitora u nemačkom pravu zasnovan na konceptu „drugog investitora” iz Uredbe Evropske unije o evropskim fondovima preduzetničkog kapitala.⁵³ Koncept je opisan u tač. 24 preambule i kasnije u čl. 6 navedene uredbe.⁵⁴ Bez obzira na to što je nastao po pomenutom konceptu, pojam poluprofesionalnog investitora u teoriji se smatra autonomnom kreacijom nemačkog zakonodavca.⁵⁵

2.2.2.2. Pravne posledice određivanja pojma investitora u ZAIF-u

Pitanje da li se određena lica mogu smatrati profesionalnim, poluprofesionalnim ili malim investitorom svodi se na pitanje o tome koja lica mogu ulagati u koje AIF-e. U tom smislu, pre svega u čl. 4 ZAIF-a, koji reguliše kome se i na koji način mogu nuditi udeli u AIF-u, u st. 3 propisano je da se: „profesionalnim i po-

⁵¹ Nemački zakon o investicionim fondovima iz 2013. godine - Kapitalanlagegesetzbuch vom 4. Juli 2013 (BGBl. I S. 1981).

⁵² M. Geurts, L. Schubert, *KAGB kompakt – Eine strukturelle Einführung in das neue Investmentrecht*, 1. Auflage, Köln 2014, 24.

⁵³ J. Baur, F. Tappen, E. Mehrkhah, C. Behme (Hrsg.), „Investmentgesetze, Band 1: §§ 1 – 90 KAGB”, *Großkommentar der Praxis*, Band 1, 4. Auflage, 2019, 48.

⁵⁴ Uredba Evropske unije o evropskim fondovima preduzetničkog kapitala iz 2013 (Regulation (EU) No. 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European venture capital funds, OJ L 115, 25. 4. 2013, p. 1–17).

⁵⁵ L. van Setten, D. Busch, *Alternative Investment Funds in Europe: Law and Practice*, Oxford 2014, 346.

luprofesionalnim investitorima nude udeli u AIF-ovima u svim vrstama AIF-a". Dalje, u delu ZAIF-a koji govori o vrstama AIF-a, u čl. 177, st. 1 predviđeno je da se udeli u AIF-u mogu nuditi profesionalnim i poluprofesionalnim investitorima, dok st. 2 predviđa da se izuzetno udeli u AIF-u sa javnom ponudom mogu nuditi i malim investitorima. *Ratio legis* za ovakvo razlikovanje investitora može ležati u načelu zaštite neukih ulagača.⁵⁶ Zakonodavac je, s jedne strane, postavio stroga ograničenja kada su u pitanju ulaganja AIF-a sa javnom ponudom,⁵⁷ ali je, s druge strane, omogućio bilo kom licu da ulaže u takve fondove. Nasuprot tome, AIF-i sa privatnom ponudom uživaju najveću slobodu ulaganja u odnosu na sve vrste investicionih fondova,⁵⁸ ali investitori koji ulažu u njih moraju biti profesionalci ili poluprofesionalci. Stav je da investitorima koji se smatraju iskusnim profesionalcima nije potrebna pojačana zaštita. Klasifikacija investitora predstavlja kompromis između principa zaštite investitora i potrebe iskusnih investitora za ulaganjem u posebne rizične investicione fondove.⁵⁹

Praktično najbitnija pravna posledica određivanja pojma investitora u ZAIF-u svodi se na uže pitanje: koja su to lica profesionalni i poluprofesionalni investitori koji mogu investirati u AIF-e sa privatnom ponudom? Razlog za to je što upravo AIF-i sa privatnom ponudom spadaju u najatraktivnije na tržištu kapitala. Prema čl. 186, st. 1 ZAIF-a, u AIF-e sa privatnom ponudom spadaju AIF-i privatnog kapitala (engl. *private equity funds*), AIF-i preduzetničkog kapitala (engl. *venture capital funds*), AIF-i sa privatnom ponudom za ulaganje u nepokretnosti, hedž fondovi (engl. *hedge funds*) i fondovi fondova (engl. *fund of funds*).

Konačno, iako komplikovan, srpski sistem kategorizacije investitora u alternativne investicione fondove umnogome je u skladu sa AIF direktivom i uređen je kao i u drugim evropskim zemljama.⁶⁰ Greška u srpskom zakonu koja može imati ozbiljne posledice tiče se definicije profesionalnog investitora. Naime, srpski zakon definiciju profesionalnog investitora vezuje za ZTOK. Kao što je već pomenuto, srpski zakonodavac se ovde ugledao na AIFM direktivu koja predviđa da se profesionalnim investitorom smatra ono lice koje se smatra profesionalnim klijentom u smislu Direktive Evropske unije o tržištima finansijskih instrumenata (u daljem tekstu: MiFID 1)⁶¹. U trenutku donošenja ZAIF-a, ZTOK i jeste sadržao istovetne odredbe kao i MiFID 1 direktiva, ali on je već izmenjen s tim što mu je

⁵⁶ N. Jovanović, 2009, 24.

⁵⁷ N. Jovanović, V. Radović, M. Radović, *Kompanijsko pravo*, 660.

⁵⁸ *Ibid.*

⁵⁹ M. Geurts, L. Schubert, 20.

⁶⁰ Pored nemačkog, identičnu kategorizaciju poznaju i austrijsko i hrvatsko pravo. Za Austriju vid. čl. 2, tač. 33, 36 i 42 Zakona o upravljačima alternativnih investicionih fondova iz 2013. godine (Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz – AIFMG, StF: BGBl. I Nr. 135/2013 idF BGBl. I Nr. 9/2020 (VFB) (NR: GP XXIV RV 2401 AB 2516 S. 216. BR:9051 AB 9088 S. 823.)). Za Hrvatsku vid. čl. 4, tač. 10, 11 i 12 Zakona o alternativnim investicionim fondovima iz 2021. godine (Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, *Narodne novine*, br. 21/2018, 126/2019 i 110/2021).

⁶¹ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, *Of L* 145, 30. 4. 2004, 1–44.

primena odložena do 2023. godine. U novom zakonu o tržištu kapitala,⁶² profesionalni klijent kao kategorija ne postoji. *De lege ferenda* trebalo bi izmeniti ovu odredbu, tako što bi uslovi za profesionalnog klijenta bili tačno i precizno propisani u samom ZAIF-u. Na taj način izbegli bi se svi budući potencijalni problemi koji mogu da proizađu usled izmena ZTOK-a.

3. ZAKLJUČAK

Da bi se poslovanje alternativnih investicionih fondova u Republici Srbiji unapredilo i razvilo u stabilan sistem, neophodno je urediti pravni okvir tako da bude što precizniji i jasniji. Svako odstupanje od tog načela rezultira nepoverenjem investitora i usporenom aktivnošću tržišta. Nakon analize dva ključna elementa pojma AIF-a može se izvući nekoliko zaključaka koji bi trebalo da doprinesu razumevanju kako elemenata tako i samog pojma alternativnog investicionog fonda.

Kod prvog elementa, pojma investicionog fonda, nakon izložene analize postojeće definicije u ZUCITS-u, uporednopravnih rešenja i teorijskih definicija, najpreciznija i najadekvatnija definicija investicionog fonda *de lege ferenda* glasila bi da je investicioni fond institucija kolektivnog investiranja čija je delatnost prikupljanje novčanih sredstava od jednog broja investitora radi daljeg ulaganja u imovinu u skladu sa utvrđenom politikom ulaganja, sa ciljem ostvarivanja prihoda investitorima.

U okviru pojma investitora kao drugog elementa već je pomenuto da je ključno pitanje koja su to lica koja mogu investirati u investicione fondove. Ako pođemo od šire definicije investitora u investicione fondove u srpskom pravu, moramo praviti podelu na investitore u UCITS fondove u skladu sa ZUCITS-om i investitore u AIF-e u skladu sa ZAIF-om. Što se prve grupe tiče, način njihovog definisanja u ZUCITS-u jeste onakav kakav bi i trebalo da bude, a to je najšire moguće određenje, dakle bilo koje lice. Iz određenih normi ZUCITS-a može se steći utisak da je neophodno da se ispune određeni zakonski uslovi kako bi se lice smatralo investitorom u UCITS fond, ali to nema praktičnih pravnih posledica. *De lege ferenda* bilo bi dobro izmeniti te članove radi veće pravne sigurnosti i doslednosti. Više komplikacija nastaje u pogledu pojma investitora u ZAIF-u. ZAIF ne poznaje generalnu definiciju investitora, već definiše tri uže kategorije: profesionalnog, poluprofesionalnog i malog investitora. Definicija profesionalnog investitora povezana je sa definicijom profesionalnog klijenta u skladu sa ZTOK-om. Ovakvo rešenje podložno je kritici, imajući u vidu da je bilo koji zakon promenjiva kategorija. Negativne posledice mogu se videti i sada. Zakon o tržištu kapitala je promenjen tako da ne sadrži definiciju profesionalnog klijenta. Negativne posledice još uvek nisu nastupile s obzirom na to da novi zakon počinje da se primenjuje tek godinu dana nakon stupanja na snagu.⁶³ *De lege ferenda* definiciju profesionalnog investitora treba povezati sa MiFID 1 direktivom tako što će se umesto Zakona o tržištu

⁶² Zakon o tržištu kapitala, *Službeni glasnik RS*, br. 129/2021.

⁶³ Zakon o tržištu kapitala, čl. 421. Ovakva praksa zakonodavaca da se zakoni usvajaju i stupaju na snagu, a njihova primena se odlaže, predstavlja svojevrstan fenomen koji je iz ugla teorije prava nema nikakvih opravdanja.

kapitala navesti pomenuta direktiva, ili tako što će se uslovi za profesionalnog klijenta iz Direktive detaljno opisati u ZAIF-u. Drugo sporno pitanje javlja se u definiciji poluprofesionalnog investitora, u delu gde se predviđa diskreciono odlučivanje DZUAIF-a o priznavanju ovog statusa malom investitoru, bez jasnih parametara prema kojima bi DZUAIF procenjivao njegov status. *De lege ferenda* pojam poluprofesionalnog investitora trebalo bi jasno i precizno urediti, kao i konkretne uslove koje lice mora ispuniti da bu mu DZUAIF priznao ovaj status. Važeće odredbe Zakona mogu voditi situacijama da se nestručnim licima prizna je ovaj status, te da kasnije dođe do velikih gubitaka investitora, što kao krajnji rezultat ima nepoverenje u tržište kapitala.

Dušan Nikolić, M. A.

PhD candidate, University of Belgrade, Faculty of Law, Serbia

TWO ELEMENTS OF THE NOTION OF ALTERNATIVE INVESTMENT FUND IN SERBIAN LAW

Abstract

Legal regulations related to investment funds in the Republic of Serbia were reformed in 2019. In order to harmonize Serbian law with the European Union directives two new laws that regulate investment funds were enacted – one regulating open investment funds and the other alternative investment funds.

*This paper analyzes the current legal notion of the alternative investment fund, but the emphasis is placed on the two key elements of the said notion in a wider sense – the notion of the investment fund and the notion of the investor. The concepts are examined in the light of the above mentioned legislation, and the specific legal implications arising from them are described. In conclusion, the author proposes a *lege ferenda* solution with the ultimate objective of developing the market for alternative investment funds in the Republic of Serbia.*

Keywords: *investment fund, alternative investment fund, UCITS, AIF, investor, protection of the investors.*

Literatura

- Baur J., Tappen F., Mehrkhah E., Behme C., (Hrsg.), "Investmentgesetze, Band 1: §§ 1 – 90 KAGB", *Großkommentar der Praxis*, Band 1, 4. Auflage, 2019.
- Duncan A., Curtin E., Crosignani M., "Alternative regulation: the directive on alternative investment fund managers", *Capital Markets Law Journal* 3/2011, 326–363.

- Geurts M., Schubert L., *KAGB kompakt – Eine strukturelle Einführung in das neue Investmentrecht*, 1. Auflage, Köln 2014.
- Hanneke W., *Investor Protection: Towards Additional EU Regulation of Investment Funds?*, Alphen aan den Rijn 2015.
- Harašić Ž., „Domesti sistematskog tumačenja u pravu”, *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu* 2/2009, 315–335.
- Jovanović N., „Novi zakonodavni ‘mućak’ Srbije u MiFID okruženju”, *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom EU* (ur. Dragan Mitrović), Beograd 2011, 228–304.
- Jovanović N., *Berzansko pravo*, Beograd 2009.
- Jovanović N., Radović V., Radović M., *Kompanijsko pravo*, 2. izdanje, Beograd 2021.
- Jovanović N., Radović V., Radović M., *Trgovinsko pravo*, 2. izdanje, Beograd 2021.
- Milovanović D., „Uloga investicionih fondova u razvoju tržišta kapitala”, *Ekonom-ske teme*, 4/ 2011, 727–740.
- Olivares-Caminal R., Bodellini M., “The UK regulation on alternative investment fund managers: a difficult compromise between two different legislative approaches”, *Journal of Banking Regulation* 19/2018, 73–85.
- Raab W., *Grundlagen des Investmentfonds-geschäftes*, 7. Auflage, Wiesbaden 2019.
- Setten L. D. van., Busch D., *Alternative Investment Funds In Europe: Law and Practice*, Oxford 2014.
- Vasiljević M., Jevremović Petrović, T., Lepetić J., *Kompanijsko pravo. Pravo pri-vrednih društava*, Beograd 2020.
- Vemić M., „Pojam, uloga i značaj investicionih fondova kao učesnika na finansij-skom tržištu”, *Pravo i privreda* 5–8/2006, 905–922.

Propisi i ostali izvori

- Austrijski zakon o upravljačima alternativnih investicionih fondova iz 2013. go-dine (Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz, AIFMG, StF: BGBl. I Nr. 135/2013 idF BGBl. I Nr. 9/2020 (VFB) (NR: GP XXIV RV 2401 AB 2516 S. 216. BR:9051 AB 9088 S. 823).
- Direktiva Evropske unije koja se odnosi na upravljanje alternativnim investici-onim fondovima iz 2011. (Directive 2011/61/EU of the European Parlia-ment and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers, OJ L 174, 1. 7. 2011, 1–73).
- Direktiva Evropske unije o društvima za kolektivno investiranje u prenosive har-tije od vrednosti iz 2009. (Directive 2009/65/EC of the European Parlia-ment and of the Council of 13 July 2009 on coordination of laws, regula-tions and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)).

- Direktiva Evropske unije o tržištima finansijskih instrumenata iz 2004. (Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, *OJ L* 145, 30. 4. 2004, 1–44)
- European Securities and Markets Authority, “Guidelines on key concepts of the AI-FMD”, of 13. 8. 2013 (corrected version from 30. 1. 2014), ESMA/2013/611), Tz. III. 4, 2013.
- Godišnji izveštaj Evropske komisije o napretku Srbije za 2020. godinu.
- Hrvatski zakon o alternativnim investicionim fondovima iz 2021. godine (Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, *Narodne novine*, br. 21/2018, 126/2019, i 110/2021).
- Nemački zakon o investicionim fondovima iz 2013. godine (Kapitalanlagegesetzbuch vom 4. Juli 2013 (BGBl. I S. 1981).
- Pravilnik o vrstama alternativnih investicionih fondova, *Službeni glasnik RS*, br. 61/2020–85.
- Uredba Evropske unije o evropskim fondovima preduzetničkog kapitala iz 2013. (Regulation (EU) No 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European venture capital funds, *OJ L* 115, 25. 4. 2013, 1–17).
- Zakon o alternativnim investicionim fondovima, *Službeni glasnik RS*, br. 73/2019.
- Zakon o otvorenim investicionim fondovima sa javnom ponudom, *Službeni glasnik RS*, br. 73/2019.
- Zakon o tržištu kapitala, *Službeni glasnik RS*, br. 129/2021.
- Zakon o tržištu kapitala, *Službeni glasnik RS*, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 i 153/2020.