NN 2/2020 (3.1.2020.), Pravilnik o dozvoljenim ulaganjima i dodatnim ograničenjima ulaganja obveznog mirovinskog fonda

HRVATSKA AGENCIJA ZA NADZOR FINANCIJSKIH USLUGA

23

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: Hanfa) na temelju članka 26. stavka 2. točke 1., članka 125. stavaka 8. i 9., članka 126. stavka 8. i članka 133. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima (»Narodne novine« broj 19/2014, 93/2015, 64/2018 i 115/2018, dalje u tekstu: Zakon), na sjednici Upravnog vijeća održanoj 23. prosinca 2019. godine donosi

PRAVILNIK

O DOZVOLJENIM ULAGANJIMA I DODATNIM OGRANIČENJIMA ULAGANJA OBVEZNOG MIROVINSKOG FONDA

Članak 1.

Ovim Pravilnikom detaljnije se propisuju:

– dodatni uvjeti koje mora zadovoljavati imovina mirovinskog fonda,

– uvjeti koje mora zadovoljavati druga ugovorna strana u transakciji mirovinskog fonda,

– način ulaganja u imovinu iz članka 125. stavka 1. točke 11. i članka 126. stavka 4. Zakona,

– način informiranja javnosti i Hanfe o ulaganjima iz članka 125. stavka 1. točke 11. i članka 126. stavka 4. Zakona,

– dodatna ograničenja ulaganja, postupanja s imovinom mirovinskog fonda te izračuna izloženosti,

– način izračuna odstupanja prinosa iz članka 125. stavka 6. Zakona,

– kriteriji za ulaganje sredstava mirovinskog društva u udjele UCITS fondova.

Članak 2.

Mirovinski fond je obvezni mirovinski fond kojeg na temelju odobrenja Hanfe osniva mirovinsko društvo i kojim mirovinsko društvo upravlja u svoje ime i za zajednički račun članova mirovinskog fonda u skladu s odredbama Zakona, te koji može biti mirovinski fond kategorije A, B ili C.

Uređena tržišta

Članak 3.

(1) Uređeno tržište u smislu Zakona je tržište iz Republike Hrvatske, druge države članice ili treće države koja je članica Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (dalje: OECD), koje ispunjava uvjete za uređeno tržište u smislu odredbi zakona koji uređuje tržište kapitala u Republici Hrvatskoj i/ili drugoj državi članici.

(2) Službeno tržište i drugi segment uređenog tržišta u smislu Zakona su tržišta iz Republike Hrvatske, druge države članice ili treće države koja je članica OECD-a za koja su odredbama zakona koji uređuje tržište kapitala, pripadajućim podzakonskim aktima i/ili relevantnim pravilima tržišnog operatera propisani stroži uvjeti za uvrštenje i zaštitu ulagatelja u odnosu na najmanje strogi segment uređenog tržišta iz stavka 1. ovoga članka.

(3) Mirovinsko društvo dužno je internim procedurama uspostaviti učinkoviti sustav provjere zadovoljavaju li tržišta iz trećih država članica OECD-a iz stavaka 1. i 2. ovoga članka uvjete da bi se mogla smatrati uređenim tržištem odnosno službenim tržištem i drugim segmentom uređenog tržišta, kako je to propisano stavcima 1. i 2. ovoga članka.

(4) Mirovinsko društvo dužno je svaku provjeru iz stavka 3. ovoga članka dokumentirati i čuvati u rokovima propisanim Zakonom i pripadajućim podzakonskim aktima.

Prenosivi vrijednosni papiri

Članak 4.

Prenosivi vrijednosni papiri iz članka 2. točke 22. Zakona u koje je mirovinskom fondu dozvoljeno ulagati su oni koji zadovoljavaju sljedeće kriterije:

1. potencijalni gubitak koji mirovinski fond može pretrpjeti u odnosu na držanje tih instrumenata je ograničen na iznos koji je za njih plaćen,

2. za njih su dostupne prikladne informacije u obliku redovitih, točnih i cjelovitih informacija o vrijednosnom papiru,

3. slobodno su prenosivi,

4. njihovo stjecanje je u skladu s načelima, strategijom i ciljevima ulaganja mirovinskog fonda,

5. rizici prenosivih vrijednosnih papira prikladno su obuhvaćeni sustavom upravljanja rizicima mirovinskog fonda,

6. njihova likvidnost ne ugrožava sposobnost mirovinskog fonda da ispunjava svoje obveze vodeći računa o ograničenju troška koji osigurava očuvanje vrijednosti imovine mirovinskog fonda.

Usporedba prinosa ostvarenih ulaganjem u prenosive vlasničke vrijednosne papire s prinosom referentne vrijednosti

Članak 5.

(1) Mirovinsko društvo je prije odabira indeksa koji koristi kao referentnu vrijednost za uspoređivanje prinosa dužno prikupiti ključne informacije koje se odnose na taj indeks, kao što su informacije o relevantnim sastavnicama indeksa (kao što su primjerice geografska ili sektorska struktura ili najvećih 20 sastavnica indeksa i slično), uvjetima koje prenosivi vrijednosni papir mora zadovoljavati kako bi postao sastavnica indeksa, težinama pojedinih sastavnica, načinu izračuna prinosa indeksa te datumima revidiranja i rebalansiranja indeksa.

(2) Način izračuna prinosa koji je ostvaren ulaganjem imovine mirovinskog fonda u prenosive vlasničke vrijednosne papire iz članka 125. stavka 1. točke 5. Zakona, skupinu takvih ulaganja ili cjelokupno takvo ulaganje, uključujući i posredne izloženosti kroz instrumente iz članka 125. stavka 1. točaka 6. i 9. Zakona, mora biti usporediv s načinom izračuna prinosa odabrane referentne vrijednosti.

(3) Kod posrednih izloženosti iz stavka 2. ovoga članka kroz instrumente iz članka 125. stavka 1. točke 6. Zakona u obzir se uzimaju dionički fondovi.

(4) Odabrano razdoblje usporedbe prinosa iz stavka 2. ovoga članka s referentnom vrijednosti mora odražavati dugoročnu prirodu ulaganja obveznih mirovinskih fondova, a mirovinsko društvo je dužno usporedbu prinosa provesti za razdoblja od 5, 10 i 15 godina.

(5) Iznimno od stavka 4. ovoga članka, ako za dijelove portfelja ili za odabranu referentnu vrijednost nema dovoljno povijesnih podataka da bi se provela usporedba za sva tri navedena razdoblja, mirovinsko društvo je dužno provesti procjenu za najduže razdoblje za koje postoje povijesni podaci. Odabrana referentna vrijednost također mora imati usporedivu raspoloživu vremensku seriju povijesnih podataka o prinosu.

(6) Mirovinsko društvo je dužno u internim aktima propisati metodologiju izračuna prinosa iz stavka 2. ovoga članka, kao i usporedbe prinosa s referentnom vrijednošću, te je dužno odabir i postavke takve metodologije na zahtjev obrazložiti Hanfi.

(7) Mirovinsko društvo dužno je za prenosive vlasničke vrijednosne papire iz članka 125. stavka 1. točke 5. Zakona, skupinu takvih ulaganja ili cjelokupno takvo ulaganje, uključujući i posredne izloženosti kroz instrumente iz članka 125. stavka 1. točaka 6. i 9. Zakona, izračunati:

a) prosječni prinos skupine takvih ulaganja ili za cjelokupno takvo ulaganje, izračunat kao geometrijski prosjek prinosa ostvarenih u 5-godišnjem razdoblju iz stavka 4. ovoga članka, izražen na godišnjoj razini,

b) prosječni prinos skupine takvih ulaganja ili za cjelokupno takvo ulaganje, izračunat kao geometrijski prosjek prinosa ostvarenih u 10-godišnjem razdoblju iz stavka 4. ovoga članka, izražen na godišnjoj razini,

c) prosječni prinos skupine takvih ulaganja ili za cjelokupno takvo ulaganje, izračunat kao geometrijski prosjek prinosa ostvarenih u 15-godišnjem razdoblju iz stavka 4. ovoga članka, izražen na godišnjoj razini,

d) prosječni prinos skupine takvih ulaganja ili za cjelokupno takvo ulaganje, izračunat kao geometrijski prosjek prinosa ostvarenih u drugom referentnom razdoblju iz stavka 5. ovoga članka, izražen na godišnjoj razini,

e) prosječni prinos odabrane referentne vrijednosti za svako od razdoblja iz točaka b) do e) ovoga stavka, izračunat kao geometrijski prosjek prinosa odabrane referentne vrijednosti ostvarenih u svakom referentom razdoblju, izražen na godišnjoj razini.

(8) Ako je mirovinsko društvo odabralo koristiti različite referentne vrijednosti za skupine ulaganja, prosječni prinos iz stavka 7. točaka b) do e) ovoga članka računa se odvojeno za svaku skupinu ulaganja, uključujući i posredne izloženosti toj skupini ulaganja kroz instrumente iz članka 125. stavka 1. točaka 6. i 9. Zakona, te se uspoređuje s prosječnim prinosom odabrane referentne vrijednosti za isto razdoblje.

(9) Mirovinsko društvo u prinos iz stavka 7. ovoga članka uključuje i efekte isplate dividende, kao i neto dobit ili gubitak trgovanja s takvim pozicijama unutar referentnog razdoblja, isključujući povezane troškove vezane za stjecanje i otuđenje imovine mirovinskog fonda (primjerice naknade koje se plaćaju skrbnicima ili investicijskim društvima).

(10) Mirovinsko društvo u informativnom prospektu mirovinskog fonda mora dati tablični i grafički prikaz prinosa koji je ostvaren ulaganjem imovine mirovinskog fonda u prenosive vlasničke vrijednosne papire iz članka 125. stavka 1. točke 5. Zakona, skupinu takvih ulaganja ili cjelokupno takvo ulaganje, uključujući i posredne izloženosti kroz instrumente iz članka 125. stavka 1. točaka 6. i 9. Zakona s prinosom referentne vrijednosti, za propisana razdoblja usporedbe.

Instrumenti tržišta novca

Članak 6.

Instrumentima tržišta novca iz članka 2. točke 25. Zakona smatraju se financijski instrumenti koji ispunjavaju sljedeće uvjete:

1. imaju dospijeće ili preostalo dospijeće od 397 dana ili manje ili

2. imaju preostalo dospijeće kraće od dvije godine, a njihova kamatna stopa je varijabilna i najmanje svakih 397 dana podliježe redovitom usklađivanju prinosa ovisno o promjenama tržišne kamatne stope ili indeksa.

Članak 7.

Mirovinskom fondu je dozvoljeno ulagati u instrumente tržišta novca iz članka 125. stavka 1. točaka 1. do 4. Zakona čija se vrijednost u svakom trenutku može precizno utvrditi odnosno za koje su dostupni precizni i pouzdani sustavi i metodologije vrednovanja koji ispunjavaju sljedeće kriterije:

1. omogućavaju da se izračuna vrijednost neto imovine mirovinskog fonda u skladu s vrijednošću po kojoj bi instrument tržišta novca koji se drži u imovini mogao biti predmet transakcije po tržišnim uvjetima sklopljene između informiranih i nepovezanih strana koje su voljne obaviti transakciju,

2. zasnivaju se na tržišnim podacima ili na modelima vrednovanja, uključujući metode koje se temelje na amortiziranim troškovima.

Članak 8.

(1) Instrumenti tržišta novca iz članka 125. stavka 1. točaka 1. i 2. Zakona koji nisu uvršteni na uređeno tržište su oni instrumenti tržišta novca koji zadovoljavaju sljedeće kriterije:

1. ispunjavaju kriterije navedene u člancima 5. i 6. ovog Pravilnika,

2. za njih su dostupne odgovarajuće informacije koje omogućavaju prikladnu procjenu kreditnog rizika koji je povezan s ulaganjem u takav instrument, uzimajući u obzir stavak 2. ovoga članka,

3. slobodno su prenosivi.

(2) Za instrumente tržišta novca iz stavka 1. ovoga članka odgovarajuća informacija iz točke 2. stavka 1. ovoga članka mora sadržavati informacije o izdanju ili programu izdanja i informacije o pravnom i financijskom položaju izdavatelja instrumenta tržišta novca.

Upravljanje likvidnošću

Članak 9.

(1) Mirovinsko društvo dužno je prilikom ulaganja imovine mirovinskog fonda u prenosive vrijednosne papire, instrumente tržišta novca i udjele investicijskog fonda kojim se trguje na uređenom tržištu voditi računa o likvidnosti navedenih financijskih instrumenata i njihovom utjecaju na ukupnu likvidnost portfelja mirovinskog fonda.

(2) Mirovinsko društvo dužno je kontinuirano voditi računa o likvidnosti portfelja mirovinskog fonda na način da periodično procjenjuje nalazi li se u portfelju mirovinskog fonda dovoljno likvidne imovine kako bi u svakom trenutku moglo udovoljiti zahtjevima likvidnosti nastalima temeljem prestanka članstva u mirovinskom fondu, kako je predviđeno člankom 59. točkom 2. te člancima 94. do 96. Zakona odnosno člancima 100. do 104. Zakona.

(3) Prilikom procjene likvidnosti portfelja mirovinskog fonda iz stavka 2. ovoga članka mirovinsko društvo dužno je istovremeno voditi računa o imovini i obvezama mirovinskog fonda na način da je likvidnost imovine usklađena s obvezama mirovinskog fonda s obzirom na provođenje strategije ulaganja imovine mirovinskog fonda, raspoređivanje članova u odgovarajuću kategoriju mirovinskog fonda po ispunjenju uvjeta o preostalom broju godina do referentnog dana, zahtjeve za prestanak članstva i prijenose sredstava članova mirovinskog fonda mirovinskom osiguravajućem društvu. Istovremeno, mirovinsko društvo je dužno provoditi stres testove koji omogućuju procjenu otpornosti likvidnosti mirovinskog fonda na iznimne okolnosti i ostale relevantne rizike koji utječu na likvidnost mirovinskog fonda.

(4) Prilikom procjene likvidnosti iz stavka 1. ovoga članka u odnosu na procijenjenu količinu pojedinog prenosivog vrijednosnog papira, instrumenta tržišta novca i udjela investicijskog fonda kojim se trguje na uređenom tržištu koja bi mogla biti utrživa u primjerenom roku bez ostvarivanja značajnijih gubitaka za imovinu mirovinskog fonda, mirovinsko društvo je osim obveza mirovinskog fonda dužno uzeti u obzir, kada je to primjenjivo u smislu dostupnosti podataka najmanje:

1. protrgovanu količinu i vrijednost trgovanja,

2. udio izdanja prenosivog vrijednosnog papira i instrumenta tržišta novca odnosno vrijednosti neto imovine investicijskog fonda u neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda,

3. udio u izdanju prenosivog vrijednosnog papira odnosno u broju udjela investicijskog fonda koji mirovinsko društvo za račun mirovinskog fonda namjerava steći ili koji se već nalazi u imovini mirovinskog fonda,

4. dubinu tržišta na način da se uzmu u obzir podaci poput raspona ponuda na kupnju i prodaju, volumeni i vrijednosti ponuda na kupnju, posebno uzimajući u obzir gornji zahtjev o očuvanju vrijednosti imovine mirovinskog fonda. .

(5) Mirovinsko društvo je dužno prilikom procjene likvidnosti pojedinog prenosivog vrijednosnog papira, instrumenta tržišta novca i udjela investicijskog fonda u skladu sa stavkom 4. točkama 1. i 4. ovoga članka isključiti podatke o kupnji i ponudama na kupnju za račun mirovinskih fondova kojima upravlja, kao i podatke o trgovanju između fondova pod upravljanjem istog društva.

(6) Mirovinsko društvo je na osnovi elemenata navedenih u stavcima 2., 3. i 4. ovoga članka dužno u svojim internim aktima propisati jasne i precizne kriterije pomoću kojih se može odrediti iznos dostupne likvidnosti u primjerenim rokovima, te iznos likvidnosti procjenjivati najmanje kvartalno.

(7) Za prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca iz članka 125. stavka 1. točke 1. Zakona pretpostavlja se da su likvidni, osim ako su mirovinskom društvu dostupne informacije poput neaktivnosti tržišta koje ukazuju na zaključak da se isti neće moći prodati uz ograničeni trošak u odgovarajućem vremenskom roku radi ispunjavanja Zakonom propisanih zahtjeva likvidnosti temeljem prestanka članstva u mirovinskom fondu.

(8) Kada su mirovinskom društvu u skladu sa stavkom 7. ovoga članka dostupne informacije koje ukazuju na to da se radi o prenosivim vrijednosnim papirima i instrumentima tržišta novca koji nisu likvidni, mirovinsko društvo dužno je izvršiti procjenu likvidnosti te imovine pri kojoj će u obzir biti uzeti svi elementi iz stavka 4. ovoga članka koji su dostupni, uz istovremeno uzimanje u obzir obveza mirovinskog fonda kako je to propisano u stavku 3. ovoga članka.

(9) Mirovinsko društvo je dužno temeljem procjene iz stavka 6. ovoga članka i uvažavajući buduće obveze mirovinskog fonda, propisati i najmanje kvartalno revidirati minimalan udio likvidne imovine kojeg je dužno održavati u portfelju mirovinskog fonda.

(10) Mirovinsko društvo dužno je svaku procjenu iz ovoga članka zajedno s podlogama potrebnim za izradu istih dokumentirati i čuvati u rokovima propisanim Zakonom i pripadajućim podzakonskim aktima.

Članak 10.

(1) Veličinom izdanja prenosivih vrijednosnih papira i instrumenata tržišta novca iz članka 126. stavka 1. i 2. Zakona smatra se veličina svakog pojedinog izdanja prenosivih vrijednosnih papira i instrumenata tržišta novca u trenutku stjecanja od strane mirovinskog fonda.

(2) Jednim izdanjem prenosivih dužničkih vrijednosnih papira i instrumenata tržišta novca iz članka 126. stavaka 1. i 2. Zakona smatra se svaka pojedina tranša kojom se izdaju dužnički vrijednosni papiri i instrumenti tržišta novca.

(3) Veličinom alternativnog investicijskog fonda koji zaprima višekratne uplate ulagatelja koje se vrše na poziv društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima na temelju preuzetih obveza uplate kapitala ulagatelja u skladu s pravilima alternativnog investicijskog fonda, smatra se zbroj iznosa ukupno uplaćenog kapitala i iznosa obveza uplate kapitala na poziv od strane ulagatelja, utvrđen na dan početka rada alternativnog investicijskog fonda.

Financijske izvedenice

Članak 11.

(1) Financijske izvedenice u smislu Zakona su oni financijski instrumenti koji zadovoljavaju sljedeće kriterije:

1. temeljnu imovinu financijske izvedenice čini najmanje jedno od sljedećeg, ako se radi o imovini u koju u skladu s odredbama Zakona i propisima donesenih na temelju Zakona mirovinski fond može ulagati:

a) imovina koja je navedena u članku 125. stavku 1. točkama 1. do 5. Zakona, uključujući i financijske instrumente koji imaju jednu ili nekoliko karakteristika te imovine,

b) kamatne stope,

c) devizni tečajevi ili valute,

d) financijski indeksi.

2. OTC izvedenice uz uvjete iz točke 1. ovoga stavka ispunjavaju i uvjete iz članka 125. stavka 1. točke 9. podtočaka b) i c) Zakona.

(2) Ulaganje u financijske izvedenice dozvoljeno je isključivo u svrhu zaštite imovine mirovinskog fonda ili efikasnog upravljanja imovinom i obvezama mirovinskog fonda.

(3) Ulaganje u financijske izvedenice u špekulativne svrhe nije dozvoljeno.

(4) Mirovinskom društvu za račun mirovinskog fonda nije dozvoljeno zauzimati nepokrivene pozicije u financijskim izvedenicama. Kratke pozicije moraju biti pokrivene imovinom mirovinskog fonda koja u potpunosti odgovara temeljnoj imovini izvedenice. Duge pozicije moraju biti u potpunosti pokrivene imovinom iz članka 125. stavka 1. točke 10. ili instrumentima tržišta novca iz članka 125. stavka 1. točke 1. Zakona.

(5) Iznimno od stavka 4. ovoga članka, kratke pozicije u financijskim izvedenicama kojima je svrha zaštita od rizika vezanih uz prenosive dužničke vrijednosne papire iz članka 125. stavka 1. točke 1. Zakona koji se nalaze u portfelju mirovinskog fonda i čiji je izdavatelj Republika Hrvatska, ne moraju biti pokrivene imovinom mirovinskog fonda koja u potpunosti odgovara temeljnoj imovini izvedenice, u slučaju da mirovinsko društvo ima uspostavljene i dokumentirane postupke, procedure i modele kojima može dokazati da imovina u mirovinskom fondu predstavlja dovoljno dobar supstitut za temeljnu imovinu izvedenice. Mirovinsko društvo je dokaze o ispunjenju uvjeta iz ovoga stavka dužno dokumentirati i čuvati u rokovima propisanim Zakonom i podzakonskim propisima.

(6) Iznimno od stavaka 4. i 5. ovoga članka u odnosu na svu ostalu imovinu mirovinskog fonda, kratke pozicije u financijskim izvedenicama ne moraju biti pokrivene imovinom mirovinskog fonda koja u potpunosti odgovara temeljnoj imovini izvedenice, u slučaju da mirovinsko društvo ima uspostavljene i dokumentirane postupke, procedure i modele kojima može dokazati da imovina u mirovinskom fondu predstavlja gotovo savršeni supstitut za temeljnu imovinu izvedenice. Mirovinsko društvo je dokaze o ispunjenju uvjeta iz ovoga stavka dužno dokumentirati i čuvati u rokovima propisanim Zakonom i podzakonskim propisima.

(7) U slučaju postupanja sukladno stavcima 5. i 6. ovoga članka mirovinsko društvo je prije početka postupanja dužno uspostaviti jasne i dokumentirane strategije i ciljeve koji se žele ostvariti takvim postupanjem, a koje je dužna odobriti uprava mirovinskog društva na temelju prijedloga tijela unutar mirovinskog društva zaduženog za savjetovanje uprave prilikom donošenja strategije ulaganja imovine mirovinskog fonda i o čijim osnovnim odrednicama mora biti upoznat nadzorni odbor mirovinskog društva.

(8) U slučaju postupanja sukladno stavku 5. ovoga članka mirovinsko društvo smije koristiti samo one financijske izvedenice kod kojih je maksimalni mogući gubitak koji se može ostvariti moguće unaprijed odrediti i ograničen je na vrijednost stjecanja financijske izvedenice.

(9) Mirovinsko društvo je u okviru strategije iz stavka 7. ovoga članka dužno odrediti te periodički i ovisno o tržišnim okolnostima revidirati udio imovine čija se vrijednost štiti.

(10) Mirovinsko društvo je prilikom procjene predstavlja li određena imovina mirovinskog fonda dovoljno dobar odnosno gotovo savršeni supstitut temeljnoj imovini izvedenice dužno uzeti u obzir najmanje sljedeće čimbenike, kumulativno:

1. na koji način se zauzimanje kratke pozicije u financijskim izvedenicama uz pokrivenost dovoljno dobrim odnosno gotovo savršenim supstitutom u imovini mirovinskog fonda uklapa u definiranu strategiju i ciljeve ulaganja mirovinskog fonda, te na koji način doprinosi očuvanju vrijednosti ili ostvarenju prinosa mirovinskog fonda,

2. postoji li mogućnost troškovno prihvatljivog zauzimanja kratke pozicije u financijskim izvedenicama uz istovremenu potpunu pokrivenost imovinom mirovinskog fonda,

3. da li je zauzimanje kratke pozicije u financijskim izvedenicama na temelju pokrivenosti dovoljno dobrim odnosno gotovo savršenim supstitutom u imovini mirovinskog fonda troškovno znatno prihvatljivije u odnosu na potpunu pokrivenost imovinom mirovinskog fonda uz uvjet da se time imovina mirovinskog fonda neopravdano ne izlaže dodatnim rizicima

4. u slučaju postupanja sukladno stavku 5. ovoga članka, postoji li reprezentativan uzorak povijesnih podataka na temelju kojeg je moguće sa značajnom sigurnošću predvidjeti da će kretanje i karakteristike dovoljno dobrog supstituta u zadanim tržišnim okolnostima biti u dovoljno dobroj mjeri jednako kretanju i karakteristikama imovine koju supstituira,

5. u slučaju postupanja sukladno stavku 6. ovoga članka, postoji li reprezentativan uzorak povijesnih podataka koji uključuje dovoljno dugo razdoblje koje obuhvaća stresna tržišna kretanja na temelju kojeg je moguće s vrlo velikom sigurnošću predvidjeti da će kretanje i karakteristike gotovo savršenog supstituta u zadanim tržišnim okolnostima biti u značajnoj mjeri jednako kretanju i karakteristikama imovine koju supstituira,