

DETERMINANTE RAZVOJA INVESTICIONIH FONDOVA KAO FINANSIJSKIH INSTITUCIJA NA TRŽIŠTU KAPITALA U SRBIJI

Snežana Milošević
Ekonomsko trgovinska srednja škola, Srbija, Senta
snezana.milosevic@fondmt.rs

Dragana Ikončić
Visoka poslovna škola strukovnih studija, Srbija, Novi Sad
dragana_ikoncic@yahoo.com

Nina Arsić
Visoka poslovna škola strukovnih studija, Srbija, Novi Sad
nina.arsic.vps@gmail.com

Apstrakt. Globalizacija i tranzicija, dva fenomena s krajem prošlog i početkom ovog veka, sinergetski su delovali i deluju na zemlje koje su se opredelile za razvoj tržišne privrede. Investicioni fondovi nastaju, jer su bankarske organizacije konzervativne i sporo prilagodive institucije predstavljale kočnicu za razvoj tržišta kapitala i tržišnih odnosa, dok su finansijska tržišta u industrijski razvijenim zemljama obogatila finansijsku strukturu savremenim finansijskim institucijama koje su adekvatne potrebama investitora i korisnika kapitala. Savremena finansijska tržišta treba da imaju tendenciju stvaranja poslovnog ambijenta kako za klasične finansijske institucije tako i za nove koje će pružati široku lepezu finansijskih proizvoda. Trend koji je primetan u Srbiji jeste da većina investicionih fondova odlučuje da investira u akcije na domaćem tržištu kapitala iako je investiranje u inostranstvu dozvoljeno do 30% vrednosti imovine fonda.

Investicioni fondovi u našoj zemlji su započeli svoje aktivnosti sa zakašnjenjem od desetak godina u odnosu na regionalno investiciono okruženje. Osnovni problem za njihovo poslovanje je bio loš tajming za početak rada, jer je većina fondova osnovana u periodu velikog pada cena akcija - "bear" koji predstavlja obeležje finansijskog kolapsa. Na plitkom i ne dovoljno razvijenom finansijskom tržištu fondovi su otpočeli tešku bitku za investitore, jer je u velikoj meri poljuljano poverenje ulagača, već na prvom koraku.

Rad ima za cilj da se putem teorijskih i praktičnih saznanja razvijenih zemalja u regionu i iskustava zemalja u tranziciji, kao i sagledavanjem i analizom postojeće zakonske regulative u Republici Srbiji, ukaže na normativna i institucionalna ograničenja koja treba otkloniti, a neke postojeće zakonske regulative poboljšati, što može doprineti još većem stepenu razvoja investicionih fondova na tržištu kapitala. Iako promena i usvajanje Zakona, neće omogućiti oporavak preko noći, ali značajno će doprineti da se Srbija pomeri u onom smeru kada će finansijsko tržište imati veću ulogu u privredi. Iz svega navedenog, zaključak koji prosto proizilazi je da se mora raditi na tome da se vrati poverenje investitora u investicione fondove i ohrabri njihovo ulaganje u ovu vrstu finansijskih institucija.

Ključne reči: investicioni fondovi, investiciona jedinica, stopa prinosa, zakonske regulative, poverenje investitora

Abstract. Globalization and transition phenomena at the turn of the century, acted synergistically to affect the countries that have shifted to a market economy development. Investment funds created, because the banking organization of conservative and slow institutions represented adjustable brake on the development of capital markets and market relations, while the financial market in industrialized countries has enriched the financial structure of modern financial institutions that are adequate to the needs of investors and users of capital. Modern financial markets should tend to create a business environment for both traditional financial institutions and for new ones that will provide a wide array of financial products. Trend is noticeable in Serbia is that most investment funds decided to invest in shares on the domestic market, although foreign investment allowed up to 30% of fund assets.

Investment funds in our country began its activities with a delay of ten years in relation to the regional investment environment. The main problem for their business was bad timing for commencement of work, because most of the funds established during the great fall of stock prices - "bear" which is the hallmark of financial collapse. On shallow and not sufficiently developed financial market, funds have started difficult battle for investors, because it has largely undermined the confidence of investors, from the first step.

The work is aimed at through theoretical and practical knowledge and experience of developed countries in the region countries in transition, as well as reviewing and analysis of existing regulation in the Republic of Serbia, to point out the normative and institutional constraints that must be removed, and some existing legislation to improve, which can contribute to even higher degree of development of investment funds in capital markets. Although changes and adoption of the Act, will allow you to recover overnight, but it will also contribute to the Serbian moves in that direction when the

financial markets play a larger role in the economy. From the foregoing, the conclusion that follows is simply that we must work to restore confidence of investors in mutual funds and encourage their investment in this type of financial institutions.

Key words: investment fund, investment unit, rate of return, regulations, investor confidence

INVESTICIONI FONDOVI NA DOMICILNOM TRŽIŠTU

Investicioni fondovi nastaju jer su bankarske organizacije konzervativne i sporo prilagodive institucije predstavljale kočnicu za razvoj tržišta kapitala i tržišnih odnosa. Poslednjih decenija ovi institucionalni investitori imaju sve veći značaj u svetu, pa i kod nas, za plasman slobodnih novčanih sredstava pojedinaca, domaćinstava, preduzeća i drugih privrednih subjekata. Donošenjem institucionalne regulative za rad investicionih fondova u Srbiji, otvorile su se mogućnosti za veću zaradu, ali i gubitak ulaganja. Razvoj investicionih fondova povećava stepen štednje sitnih investitora, što dalje daje veće učešće u BDP (bruto društveni proizvod). Ubrzani rast štednje u BDP daje Srbiji relativno veliki potencijal da unapredi životni standard stanovništva, u cilju povećanja tržišne ekonomije.

Osnovni motiv individualnih investitora da povere sredstva nekom investicionom fondu jeste diverzifikacija rizika koju fondovi vrše kroz ulaganje u lepezu različitih finansijskih instrumenata, kao i ekspertska znanja, koje kompanije koje vode fondove, poseduju. Međutim, likvidnost je jedna od najbitnijih karakteristika, koja fondove čini atraktivnim u odnosu na štedno depozitne institucije.

Uslovi za rad investicionih fondova stvoreni su u Srbiji tek 2006. godine nakon donošenja Zakona o investicionim fondovima, što je desetak godina kašnjenja u odnosu na zemlje regiona. Početkom prošle godine u Srbiji su počeli da funkcionišu prvi otvoreni investicioni fondovi, koji su predstavljali sasvim novi vid ulaganja i tako privukli značajnu pažnju javnosti. Do septembra 2008. godine je većina fondova beležila značajni rast, veći od bilo kog alternativnog ulaganja, što je uticalo na brz rast vrednosti fondova. Potom su se pojavili prvi znaci krize i značajan pad Beogradske berze, što se odrazilo i na pad vrednosti investicionih jedinica. Investicioni fondovi su nakon ulaska na „velika vrata“ doživeli pravi krah u Srbiji. Padovi investicionih jedinica su bili višestruki, deo investicionih fondova se zatvorio, a nezainteresovanost za ulaganje u ove fondove je ostala aktuelna do danas.

Reakcija ulagača u tim trenucima je bila vrlo panična i brzo se javilo povlačenje sredstava iz fondova. Izgledalo je kao da domaći ulagači nisu hteli da čuju na početku upozorenje da ne postoji garancija ostvarivanja prinosa kod ovog oblika ulaganja. Isto tako, njihova reakcija je pokazala i nespремnost na dugoročno ostvarivanje profita, jer investicioni fondovi predstavljaju vid dugoročnog ulaganja.

Srbija je tu nezahvalnu poziciju stekla iz dva osnovna razloga, na koje sama društva za upravljanje investicionim fondovima nisu mogla uticati. Prvi razlog za njihovo poslovanje je bio loš tajming za početak rada. Samo jedan investicioni fond je uhvatio talas "bull marketa" veliki rast cena akcija, dok su se ostali fondovi osnivali u periodu velikog pada cena akcija-"bear" koji predstavlja obeležje finansijskog kolapsa. Drugi bitan razlog je vrlo stroga zakonska regulativa koja nije dozvoljavala ulaganja van zemlje. Kombinacija ova dva faktora je u trenutku značajnog pada indeksa Beogradske berze dovela do velikih padova investicionih jedinica, čija je vrednost i zavisila isključivo od vrednosti domaćih akcija.

Vrste investicionih fondova

Posle kašnjenja u odnosu na zemlje u bližem regionu, u Srbiji je u 2006. godini usvojen a krajem iste godine stupio je na snagu, Zakon o investicionim fondovima. Predviđene su mogućnosti poslovanja tri vrste fonda: (Ćirović, 2007):

- a. otvoreni koji se organizuju
- b. zatvoreni koji se osnivaju i
- c. privatni fondovi.

Otvoreni fond posluje na principu prikupljanja novčanih sredstava putem emitovanja investicionih jedinica čiji je cilj očuvanje vrednosti imovine uz ostvarenje visoke stope prinosa na duži vremenski period.

Zatvoreni fond svoja sredstva prikuplja putem javne ponude i ima ograničen broj akcija. Prikupljena sredstva ovi fondovi mogu ulagati u nekretnine i privredna društva kojima se ne trguje na organizovanom tržištu, što ih čini rizičnijim od otvorenih fondova, ali i profitabilnijim. Privatni fond je organizovan kao društvo sa ograničenom odgovornošću, namenjen je za iskusne i bogate investitore. U zavisnosti od investicionog cilja, otvoreni fondovi se mogu deliti na (Kapor, 2007.):

- a. fond očuvanja vrednosti imovine,
- b. fond prihoda,
- c. balansirani fond, i
- d. fond rasta vrednosti imovine.

U strukturi vrsta investicionih fondova u Srbiji dominiraju fondovi rasta vrednosti, koji donose najveću dobit, ali nose i najveće rizike, koji su svoje postojanje na najočitiji način prikazali tokom ulaska u finansijsku krizu. Ovo je još jedan od razloga što je prosečno kretanje vrednosti investicionih jedinica otvorenih fondova u Srbiji tako veliko. U Hrvatskoj i Sloveniji su u značajnijoj meri prisutni i tzv. balansirani fondovi, koji donose nešto niži prinos, ali nose i manji rizik, te su njihove investicione jedinice u proteklom periodu beležile manje padove, a samim tim i smanjile ukupan prosečni pad vrednosti investicionih jedinica svih otvorenih investicionih fondova. Takođe, u zemljama sa razvijenijim tržištima investicionih fondova, prisutniji su i fondovi očuvanja vrednosti imovine, koji su u ovim kriznim vremenima jedini beležili rast, te su pozitivno uticali na ukupan posmatrani prosek kretanja vrednosti investicionih jedinica.

Pregled imovine i obaveza investicionih fondova u Srbiji

Imovina investicionog fonda je u vlasništvu članova investicionog fonda, i to srazmerno njihovom učešću u fondu i odvojena je od društva za upravljanje tim fondom. Odluke o ulaganju imovine investicionog fonda donosi portfolio menadžer, koji je za to dobio dozvolu Komisije za hartije od vrednosti, posle polaganja stručnog ispita. Ulaganjem u veći broj hartija od vrednosti, portfolio menadžer diversifikuje portfolio i time smanjuje rizik ulaganja. Prednost ulaganja u investicioni fond je i što se u svakom trenutku mogu povući sredstva. Prinos koji se može ostvariti ulaganjem u investicioni fond je obično viši nego prinos koji bi se ostvario štednjom.

Imovina fonda se može ulagati u dužničke hartije od vrednosti, hartije od vrednosti koje izdaju međunarodne finansijske institucije, hipotekarne obveznice, hartije od vrednosti koje izdaju domaća i strana pravna lica, a kojima se trguje na teritoriji Republike Srbije, depozitne potvrde, novčane depozite, finansijske derivate, akcije zatvorenih fondova, akcije investicionih fondova, akcije akcionarskih društava, društava sa ograničenom odgovornošću, udele ortačkih i komanditnih društava registrovanih u Republici Srbiji i nepokretnosti.

Otvoreni investicioni fond Delta Plus, bio je najveći po vrednosti imovine na dan 31. decembar 2010. godine, čija je vrednost imovine iznosila 200.3 miliona dinara, a najmanji po vrednosti imovine bio je otvoreni investicioni fond Citadel Novčani Fond, čija je vrednost imovine iznosila svega 8.3 miliona dinara što je ispod potrebnog cenzusa od 200 hiljada evra.

Tabela br. 1: Vrednost imovine otvorenih investicionih fondova u 2009. i 2010. godini u din.
(Prikaz autora, na osnovu podataka iz izveštaja i internet stranica IF)

| | 2009 | 2010 |
|----------------------|-------------|-------------|
| Delta Dynamic | 34,531,796 | 31,326,594 |
| Delta Plus | 246,688,618 | 200,311,443 |
| Erste Cash | 40,744,586 | 168,140,274 |
| Erste EURO Balanced | 27,847,939 | 58,201,827 |
| FIMA Novac | 21,663,688 | 14,221,371 |
| FIMA ProActive | 205,149,208 | 191,095,347 |
| Citadel Novčani Fond | 12,548,548 | 8,256,534 |
| Focus Premium | 33,836,944 | 25,400,699 |
| Triumph Balance | 41,633,168 | 17,532,406 |
| Illirika Global | 19,910,113 | 25,876,398 |
| Kombank In Fond | 107,796,029 | 78,226,825 |
| Raiffeisen Akcije | 168,823,132 | 18,321,336 |

| | | |
|-----------------|------------|-------------|
| Raiffeisen Cash | 0 | 45,777,773 |
| Raiffeisen Word | 0 | 136,250,431 |
| Triumph | 56,771,530 | 59,944,122 |

Ako se posmatra struktura ukupne vrednosti imovine svih fondova, otvoreni investicioni fond Delta Plus je učestvovao sa gotovo jednom petinom (18,6%), FIMA ProActive takođe sa gotovo jednom petinom (17,7%), Erste Cash sa nešto više od jedne desetine (15,6%) itd. Sa najmanjim učešćem u strukturi vrednosti imovine svih investicionih fondova na dan 31. decembar 2010. godine učestvovao je otvoreni investicioni fond Citadel Novčani Fond (sa svega 0,8%). U poređenju sa 2009. godinom, u 2010. godini je, generalno uzevši, aktivnost investicionih fondova u Srbiji porasla.

Tabela br. 2: Struktura učešća fondova u ukupnoj vrednosti imovine svih fondova u 2009. i 2010. godini (Prikaz autora, na osnovu podataka iz izveštaja i internet stranica IF)

| | 2010 | 2009 |
|----------------------|--------|--------|
| Delta Dynamic | 2.90% | 3.29% |
| Delta Plus | 18.57% | 23.52% |
| Erste Cash | 15.58% | 3.88% |
| Erste EURO Balanced | 5.39% | 2.65% |
| FIMA Novac | 1.32% | 2.07% |
| FIMA ProActive | 17.71% | 19.56% |
| Citadel Novčani Fond | 0.77% | 1.20% |
| Focus Premium | 2.35% | 3.23% |
| Triumph Balance | 1.63% | 3.97% |
| Ilirika Global | 2.40% | 1.90% |
| Kombank In Fond | 7.25% | 10.27% |
| Raiffeisen Akcije | 1.70% | 17.81% |
| Raiffeisen Cash | 4.24% | 0 |
| Raiffeisen Word | 12.63% | 0 |
| Triumph | 5.56% | 5.41% |

Obaveze investicionog fonda mogu se sagledati kao obaveze prema Društvu za upravljanje, po osnovu članstva, kratkoročne finansijske obaveze i ostale obaveze iz poslovanja. Najznačajniji deo ostalih obaveza Fonda odnosi se na obaveze za kupljene hartije od vrednosti. Obaveze za kupljene hartije od vrednosti iskazuju se u iznosu zaključnice o kupljenim hartijama od vrednosti dobijene sa Beogradske berze a.d., Beograd uvećane za transakcione troškove. U tabeli br. 3 prikazana je struktura obaveza pojedinih investicionih fondova u Srbiji za 2009. i 2010. godinu.

Tabela br. 3: Struktura obaveza pojedinih investicionih fondova u 2009. i 2010. godini u 000 (Prikaz autora, na osnovu podataka iz izveštaja i internet stranica IF)

| | 06.2010 | | 2010 | | | 2009 | | | | |
|--------------------------------------|------------|---------------|-----------------|----------------|------------------------|------------|---------------|-----------------|----------------|------------------------|
| | Delta Plus | Delta Dynamic | Triumph Balance | Kombank InFond | Erste Euro Balanced 35 | Delta Plus | Delta Dynamic | Triumph Balance | Kombank InFond | Erste Euro Balanced 35 |
| Obaveze prema društvu za upravljanje | 384 | 98 | 123 | 431 | 138 | 423 | 111 | 356 | 447 | 71 |
| Obaveze po osnovu članstva | 128 | - | - | 20.726 | - | 16 | 1 | - | 72 | - |
| Ostale obaveze iz poslovanja | 482 | 270 | 233 | 215 | 2 | 374 | 199 | 233 | 204 | 494 |

STOPE PRINOSA INVESTICIONIH JEDINICA - DETERMINANTA RAZVOJA INVESTICIONIH FONDOVA

U izboru "pravog" investicionog fonda, investitori uglavnom prvo upoređuju performanse investicionih fondova u pogledu ostvarenih prinosa. Međutim, trebalo bi imati stalno na umu da performanse ne predstavljaju garanciju za buduće rezultate, ali da mogu biti korisna indikacija u pogledu sposobnosti menadžmenta fonda, uspešnosti odabrane investicione strategije i adekvatnosti formiranja portfolio strukture fonda. Kod investiranja u investicione fondove, u svakom slučaju ne bi trebalo podleći psihologiji "jurenje za prinosom" (chasing returns) po svaku cenu.

Kada fizičko ili pravno lice uloži određena sredstva u fond, ono zapravo kupuje određeni broj investicionih jedinica. Taj broj investicionih jedinica se dobija tako što se iznos uloga, umanjen za naknade društva koje upravlja investicionim fondom, podeli sa vrednošću investicione jedinice na dan uplate. Kako se menja vrednost imovine investicionog fonda, tako se menja i vrednost investicione jedinice. Investiciona jedinica je udeo u ukupnoj neto imovini otvorenog investicionog fonda. Vrednost investicione jedinice se izračunava tako što se neto vrednost fonda podeli sa ukupnim brojem investicionih jedinica. Početna vrednost investicione jedinice svih otvorenih fondova u Srbiji iznosi 1.000 dinara. Treba imati u vidu i činjenicu da većina investicionih fondova u svetu u periodu od leta 2008. godine beleži značajne gubitke, te da ovakvo kretanje vrednosti investicionih jedinica nije karakteristično samo za srpske investicione fondove.

U tabeli br. 4 prikazano je kretanje vrednosti investicionih jedinica zemalja u regionu u kriznom periodu, iz kog možemo videti da su najmanji prosečan pad vrednosti investicionih jedinica ostvarili otvoreni investicioni fondovi Hrvatske (26%) i Slovenije (30%), dok u grupu investicionih fondova sa najvećim padom vrednosti investicionih jedinica spadaju srpski (55%), bugarski (56%) i makedonski investicioni fondovi (59%).

Tabela br. 4: Kretanje vrednosti investicionih jedinica otvorenih investicionih fondova u regionu u periodu jul 2008. godine – jul 2009. godine (Prikaz autora, na osnovu podataka dostupnih na <http://www.kamatica.com/istrazivanja/82/investicione-jedinice-fondovi>)

| | Prosečno kretanje vrednosti IJ otvorenih IF u % |
|------------|---|
| Hrvatska | -26 |
| Slovenija | -30 |
| BIH | -42 |
| Mađarska | -43 |
| Rumunija | -48 |
| Srbija | -55 |
| BG | -56 |
| Makedonija | -59 |

Svetlu tačku među srpskim investicionim fondovima čini jedini fond očuvanja vrednosti (novčani fond), koji je 2008. godine zabeležio rast viši od svih fondova ove vrste u regionu. Iz tabele br. 5 može se uočiti prosečan godišnji rast ovih fondova, koji je iznosio u Hrvatskoj (6%), Sloveniji (3%) Bugarskoj (7%), a u Srbiji je on oko 14% posmatrano na godišnjem nivou. Čak i ako se u obzir uzme viša inflacija u Srbiji od pomenutih zemalja, ukupan prinos na uložena sredstva u ovakvu vrstu fonda je značajno bio veći, nego u okolnim zemljama.

Tabela br. 5: Prosečno kretanje vrednosti IJ fondova očuvanja vrednosti u % u periodu od jula 2008. – jula 2009. godina (Preuzeti podaci <http://www.kamatica.com/istrazivanja/82/investicione-jedinice-fondovi>)

| | Prosečno kretanje vrednosti IJ fondova očuvanja vrednosti u % |
|-----------|---|
| Srbija | 14 |
| Bugarska | 6.9 |
| Hrvatska | 6.2 |
| Slovenija | 3.3 |

Tabela br. 6: Stopa prinosa po prosečnoj investicionoj jedinici u % (izražena u dinarima)

| | |
|--------------------|---------|
| 31.12.2007. | 11.34% |
| 31.12.2008. | -49.76% |
| 31.12.2009. | -13.83% |
| 31.12.2010. | 29.01% |
| Prosek 31.07.2011. | -21.25% |

Dakle, ako se u periodu mart 2007 - jul 2011. godine posmatra vrednost investicione jedinice izražene u evrima, dobija se nešto drugačija slika o prosečnim stopama (bruto) prinosa po investicionoj jedinici usled uticaja kretanja vrednosti kursa dinara prema evru u pojedinim delovima posmatranog perioda (posebno u drugom i trećem kvartalu 2010. godine, kao i krajem prvog kvartala 2011. godine). U tabeli br. 7 uočava se da je negativna prosečna stopa prinosa po investicionoj jedinici (prosečnoj investicionoj jedinici) izražena u evrima za sve otvorene investicione fondove znatno niža i iznosila je -37,55% (za razliku kada se vrednost investicione jedinice izražava u dinarima, kako je gore već navedeno, koja je iznosila -21,25% odnosno prosečna stopa prinosa po investicionoj jedinici izraženoj u evrima za sve otvorene investicione fondove manja je za -16,3 procentni poen ili za gotovo 56,60%).

Tabela br. 7: Stopa prinosa po prosečnoj investicionoj jedinici u % (izražena u eurima)

| | |
|------------------|---------|
| 31.12.2007. | 13.79% |
| 31.12.2008. | -55.07% |
| 31.12.2009. | -20.38% |
| 31.12.2010. | 17.26% |
| Prosek 31.7.2011 | -37.55% |

Najveći prinos po investicionoj jedinici (izraženoj u dinarima) u odnosu na početnu vrednost na dan 31.jula 2011. godine, ostvario je otvoreni investicioni fond Citadle Novčani fond (28,91%), što je prikazano u tabeli 8.

Tabela br. 8: Stopa prinosa po IJ od početka rada IF na dan 31.jul 2011.godine (u dinarima)

| | |
|---------------------------|---------|
| Citadel Novčani Fond | 28.91% |
| Delta Dynamic | -63.36% |
| Delta Plus | -28.63% |
| Erste Cash | 17.89% |
| Erste Euro Cash | 2.13% |
| Erste EURO Balanced 35 | 21.91% |
| FIMA Novac | 20.12% |
| FIMA Proactive | -62.05% |
| Iirika Global | -61.35% |
| Iirika Gold | -4.03% |
| Kombank InFond | -30.53% |
| Raiffeisen Cash | 16.90% |
| Raiffeisen World | -0.17% |
| Triumph | -28.01% |
| Triumph Balance | 19.44% |
| Prosek od početka rada IF | -21.25% |

Ako bi istu investicionu jedinicu izrazili u evrima, prikazanu u tabeli br. 9, onda bi prinos po investicionoj jedinici u odnosu na početnu vrednost na dan 31.jula 2011. godine za isti otvoreni investicioni fond iznosio 8,36% (što svakako ne predstavlja najveći procentualni prinos izražen u evrima, već prinos od 14,08% koji je ostvario IF Raiffeisn Cash).

Tabela br. 9: Stopa prinosa po IJ od početka rada IF na dan 31.jul 2011.godine (u evrima)

| | |
|---------------------------|---------|
| Citadel Novčani Fond | 8.36% |
| Delta Dynamic | -70.46% |
| Delta Plus | -43.40% |
| Erste Cash | 9.03% |
| Erste Euro Cash | 2.10% |
| Erste EURO Balanced 35 | 12.92% |
| FIMA Novac | 8.97% |
| FIMA Proactive | -69.92% |
| Iirika Global | -69.92% |
| Iirika Gold | -1.75% |
| Kombank InFond | -44.88% |
| Raiffeisen Cash | 14.08% |
| Raiffeisen World | 3.55% |
| Triumph | -41.36% |
| Triumph Balance | -8.93% |
| Prosek od početka rada IF | -37.55% |

U 2011. godini se ne mogu očekivati nagle promene u kretanju investicionih jedinica, ali ulaganje u investicione fondove danas radi ostvarivanja prinosa u narednim godinama moglo bi biti vrlo isplativo ulaganje. Ukoliko se investitori odluče za ovaj vid ulaganja neophodno je da prouče kretanje vrednosti investicionih jedinica u proteklim godinama – isplativost ulaganja, u zavisnosti od fonda koji izaberu. Do danas je jasno da su najotporniji na efekte krize bili fondovi očuvanja vrednosti, nezavisno od vremena osnivanja, i investicioni fondovi osnovani nakon prve polovine 2009. godine.

Investicioni fondovi nose nešto veći rizik od štednje u banci, ali po pravilu i veći prinos na uložena sredstva. U našoj zemlji država ne garantuje građanima povraćaj sredstava u slučaju bankrota investicionog fonda, dok u slučaju štednje, garantuje povraćaj u visini 50.000 € po pojedinačnom ulogu u banci. Stoga bi zakonom trebalo predvideti mogućnost osnivanja fondova koji garantuju povraćaj uloga investitorima na srednji rok. Ova vrsta fondova postoji u inostranstvu i obično se radi o fondovima koji svoja sredstva plasiraju na visoko rizična tržišta ili tržišta u razvoju, na kojima se mogu ostvariti nadprosečni prinosi. Povraćaj uloga obezbeđen je garancijom banke odgovarajućeg rejtinga.

ADEKVATNOST PRIMENE ZAKONA U PRAKSI - ODREDNICA USPEŠNOG FUNKCIONISANJA INVESTICIONIH FONDOVA

Jedan od razloga zašto se Beogradska berza u proteklom peridu snažno zalagala za donošenje ovog zakona je i omogućavanje pojedincima iz Srbije da aktivno učestvuju u privatizacionim procesima posredstvom ovih profesionalnih investitora. Svakodnevno učešće stranih investitora u ukupnom prometu koji se ostvari na Beogradskoj berzi upravo govori da je neusvajanjem ovog zakona na vreme našim građanima oduzeta mogućnost, da koristeći usluge profesionalaca, uvećaju svoje inače oskudne budžete. Ukoliko se pogleda struktura vlasništva kompanija koje sačinjavaju indeks BELEX15 može se videti da su njihovi dominantni akcionari upravo inostrani investicioni fondovi koji štednju svojih klijenata plasiraju na naše tržište.

Sa druge strane, iskustva drugih zemalja, a posebno Hrvatske govore da je potrebno značajno vreme i snažna propaganda, pa i edukacija, da bi investicioni fondovi aktivirali štednju stanovništva i da bi postali značajni igrači na domaćem tržištu. Najveći problem sa kojim će se suočiti budući menadžeri investicionih fondova je izbor hartija u koje treba uložiti. Iako je tržišna kapitalizacija Beogradske berze viša od 10 milijardi dinara, primetan je nedostatak najvećih domaćih kompanija takozvanih „blue chip“-ova. Javna preduzeća, odnosno veliki sistemi kao što su NIS, Telekom, EPS, Aerodrom i druga, predstavljaju u suštini osnovu na kojoj treba graditi tržište kapitala, jer su to kompanije za koje su institucionalni investitori najviše zainteresovani.

Izlaganje pomenutih kompanija tržištu ima više prednosti. Profesionalni investitori dobijaju kvalitetan materijal u koji mogu da ulažu i na taj način plasiraju akumuliranu domaću štednju u razvoj domaćih kompanija, a država ima na raspolaganju najbolji tržišni mehanizam za određivanje cene pri eventualnoj

prodaji dela svog kapitala u tim kompanijama. U slučaju pak da se ovakva preuzeća ne pojave na Berzi, domaća investitori neće imati dovoljno kvalitetnih hartija u koje mogu da ulažu, pa će shodno prirodnoj težnji kapitala da stvara prinos kao i po prirodi svoje delatnosti, tražiti prinose u drugim zemljama. Bez dobre ponude teško da će sve druge aktivnosti, bile one edukativne ili inovativne u zakonodavno-pravnom ili tehničko-tehnološkom pogledu, doprineti značajnijoj afirmaciji ovog segmenta finansijskog tržišta. Problem nedostatka likvidnih hartija od vrednosti se delimično može rešiti značajnom ulogom države kao emitenta, npr., municipalnih i garantora novih emisija hartija od vrednosti. Sama pojava investicionih fondova je značajna, ali njihov uticaj na finansijski život Srbije ili pak uspeh samih investicionih fondova, biće merljiv jedino na punom tržištu.

Prema našem Zakonu o investicionim fondovima, do 30% vrednosti imovine fonda je dozvoljeno investirati u inostranstvo. Zanimljivo je da Crna Gora ima najliberalniji zakon o investicionim fondovima, te je i jedan investicioni fond koji su osnovali srpski poslovni ljudi, počeo sa radom u ovoj državi, iako imaju nameru da najveći deo svojih investicija usmere ka Srbiji. U prošloj godini su usvojene i izmene Zakona o investicionim fondovima, koje su omogućile veći manevarski prostor fondovima i mogućnosti da postanu nezavisniji od kretanja indeksa Beogradske berze. Tokom krize, kao najčvršći su se pokazali fondovi očuvanja vrednosti kapitala, a nakon zakonskih promena je došlo i do otvaranja novih fondova koji značajan deo svojih sredstava ulažu u inostranstvo. Trend u podacima za 2010. godinu, pokazuje da se većina investicionih fondova odlučila da investira u akcije na domaćem tržištu kapitala. Investicioni fondovi poput: Delta Plus, Delta Dynamic, Kombank InFond i Erste Euro Balanced objavili su sledeće podatke o strukturi ulaganja imovine na dan 31.12.2010. godine u %.

Tabela br. 10: Struktura ulaganja imovine u 2010. godini u % (Prikaz autora, na osnovu podataka iz izveštaja i internet stranica IF)

| | Delta plus | Delta Dynamic | Triumph Balance 06.2010. | Erste Euro Balanced | Kombank InFond |
|-----------------|------------|---------------|--------------------------|---------------------|----------------|
| Depoziti | 7.95 | 30.47 | 0 | 0.00 | 0 |
| Novčani računi | 7.78 | 3.55 | 16.34 | 11.01 | 24.76 |
| Obveznice | 35.28 | 0 | 30.96 | 67.83 | 0 |
| Akcije | 48.99 | 65.98 | 37.01 | 3.95 | 75.24 |
| Ostala ulaganja | 0.00 | 0.00 | 11.88 | 17.2 | 0 |

Kada se poredi fondovi, nije bitno iz koje zemlje dolaze, već na koje tržište investiraju. Slovenija i Hrvatska imaju mnogo fondova, ali njihovi fondovi ulažu samo na američko ili tržište Azije. S toga možemo da se poredimo samo sa referentnim fondovima, jer više od 90 odsto naših investicija je plasirano u Srbiji, samo se mali deo imovine investira u inostranstvo. Kako će i koliko rasti zarada onih koji su investirali u fondove, zavisi u najvećem broju slučajeva od kretanja na Beogradskoj berzi.

ZAKLJUČAK

Kako je finansijsko tržište gladno za novim investicijama, a pri tom postoje i značajna sredstva oročena u bankama, bez veće mogućnosti za alternativno ulaganje, realno je očekivati snažan razvoj sektora investicionih fondova u budućem periodu. Neki od problema sa kojima se suočavaju investicioni fondovi su ekonomska i politička nestabilnost u zemlji, mali obim prometa hartija od vrednosti, kao i nedovoljna likvidnost hartija od vrednosti. Tržište kapitala u Srbiji je nedovoljno razvijeno i u pogledu nepostojanja dovoljnog broja kvalitetnih hartija od vrednosti, a posebno je slaba ponuda tzv „blu chip“ akcija velikog kvaliteta i sa izraženom tražnjom. U cilju povećanja atraktivnosti investicionih fondova na tržištu kapitala Srbije potrebno je da gradovi, opštine ili pak država emituju niskorizične državne hartije od vrednosti, u svetu poznate pod nazivom municipalne obveznice čime bi se smanjila zavisnost od kratkoročnih bankovnih izvora finansiranja i ojačalo poverenje građana u fondove.

Kada je u pitanju prinos, posmatrano u stabilnim valutama, dosadašnja iskustva govore da se prosečni prinosi fondova kreću od 8-15%. Kamatne stope na sredstva u stabilnim valutama u našoj zemlji se kreću od 3,5-7,5%. Kamatne stope na sredstva u dinarima se kreću od 8,5-19%. Iz ovoga sledi da bi trebalo očekivati godišnji prinos fondova od najmanje nekoliko procenata iznad 20%, ukoliko ga pratimo dinarskim indeksom. Posmatrajući dosadašnji prinos domaćih fondova, ovakvo očekivanje je veoma blizu ostvarenja. Celovito merenje performansi investicionih fondova u Srbiji trebalo bi da obuhvati, kako merenje prinosa tako i

merenje rizika, pa je stopa prinosa korigovana za stepen rizika merodavan parametar performansi portoflija. Zakon o investicionim fondovima koncipiran je u skladu sa najboljim međunarodnim praksama u regulisanju ovih institucija. Međutim, zakonska regulativa treba da doprinese da investitor bude adekvatno informisan o rizicima investiranja u određeni fond. Iskustva drugih zemalja, a posebno Hrvatske govore da je potrebno značajno vreme i snažna propaganda, pa i edukacija, da bi investicioni fondovi aktivirali štednju stanovništva i postali značajni igrači na domaćem tržištu. Podatke o istorijskim prinosima fonda uvek treba uzimati sa rezervom. To i nije toliko bitan podatak koliko se u prvi mah čini, jer budući prinos fonda predstavlja odrednicu za investicione odluke investitora. Međutim, iako ostvareni prinos nije garancija budućih rezultata, on može investitorima dati sliku o promenljivosti prinosa fonda kao i o njegovoj uspešnosti. Uopšteno govoreći, što su prinosi fonda promenljiviji, to je fond rizičniji. Obzirom da je iza hrvatske, srpska privreda najjača u regionu evropskih zemalja van Evropske unije, najverovatnije je da će veliki deo ulaganja investicionih fondova iz tog regiona biti usmeren baš u srpsku privredu. Takođe, očekuje se relativno veći prinos investicionih fondova zemalja koje su kasnije dobile zakone o investicionim fondovima, u narednih nekoliko godina. Na kraju, treba pretpostaviti da će po modelu hrvatskog tržišta, veliki deo štednje stanovništva biti preusmeren iz banaka u investicione fondove.

Dodatno ograničenje u pogledu razvoja investicionih fondova, predstavlja limit za ulaganje sredstava u inostranstvo. Ako pogledamo zemlje u regionu, Srbija je jedina zemlja koja u skladu sa zakonskom regulativom, ograničava do 30% plasmana imovine investicionih fondova u inostrane hartije od vrednosti. (Hrvatska, Slovenija, Mađarska imaju ograničeno ulaganje u inostrane hartije od vrednosti do 100% vrednosti imovine investicionih fondova). Srbija samo mali deo (do 10%) imovine investira u inostranstvo. Jedan od oblika investicionih fondova koji se može pojaviti u Srbiji kao značajan izvor kapitala jesu i tzv. Državni fondovi, po uzoru na zemlje bogate resursima, kao što su Rusija i Kina. Zbog njihove veličine i sredstava kojim raspolažu, trebalo bi ih iskoristiti za velike kapitalne projekte, kao što su izgradnja autoputa, aerodroma i sl. Investicioni fondovi mogu i treba da budu jedan od faktora razvoja domaće privrede, jer omogućuju lakše uključivanje privrednih društava u svetske ekonomske tokove.

Prednosti predloženih rešenja su rast imovine investicionih fondova, postizanje boljih rezultata fondova, povećanje ponude investitorima i samim tim razvoj finansijskog tržišta u celini. Osnovno pitanje koje se nameće, jeste, koji su koraci koje država treba da preduzme u stvaranju odgovarajućeg ambijenta za razvoj investicionih fondova. Država bi trebala da inicira promenu postojećeg Zakona o investicionim fondovima (u pravcu edukacije građana, omogućavanju transparentnosti u radu i zadobijanju poverenja investitora), kao i da ojača i unapredi sistemske mere u cilju postizanja makroekonomske i političke stabilnosti.

LITERATURA

- Mishkin, F., Eakins, S., (2005) Financial markets and institutions, prevod - MATE, Zagreb.
- Šoškić, D., (2006) Finansijska tržišta i institucije, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Čigota- print, Beograd.
- Jeremić, Z., (2009) Finansijska tržišta, Univerzitet Singidunum, Beograd.
- Ćirović, M., (2007) Finansijska tržišta, Beograd.
- Kapor, P., (2007) Investicioni fondovi i investiranje u hartije od vrednosti, Beograd.
- Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici u periodu: januar – decembar 2010. godine.
http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_remository&Itemid=47&func=startdown&id=1499, 05.08.2011.
- Zakon o Investicionim fondovima ("Sl. glasnik RS", br. 46/2006),
Zakon o izmenama i dopunama zakona o investicionim fondovima 15.07.2009
http://www.mojnovac.rs/upload/documents/prospekti_prezentacije/triumph_balance/Prospekt-Balans-31-08-10.pdf
<http://www.ersteinvest.rs/sPortal/sportal.portal?>, 06.08.2011.
<http://www.deltainvestments.rs/code/navigate.php?Id=102>
<http://www.kamatica.com/istrazivanja/82/investicione-jedinice-fondovi>
http://www.podunavac.com/index.php?Itemid=38&id=103&option=com_content&task=view