

ZNAČAJ INVESTICIONIH FONDOVA U PROCESU TRANZICIJE

UVOD

U savremenim tržišnim ekonomijama, čija je finansijska struktura podložna neprestanim promenama, investicioni fondovi u okviru institucionalnih investitora beleže najbrži rast.

Iskustva zemalja u tranziciji ukazala su na značaj i neophodnost investicionih fondova u procesu tranzicije. Krajnji cilj tranzicija u nizu zemalja je da se modernizuje društvo, izgradi efikasna ekonomija – sposobna da se ravnopravno uključi u međunarodnu svetsku privredu.

Fenomen tranzicije koji je zahvatio većinu zemalja najizraženije se može posmatrati i pratiti u zemljama Centralne i Jugoistočne Evrope.

Ostvareni rezultati u pojedinim zemljama razlikuju se po faktorima okruženja pod čijim se uticajem tranzicija odvijala, različitom odabiru ciljeva strategija i politika, ali su ključna opredeljenja zemalja zajednička. To nam je omogućilo da pratimo i upoređujemo pozitivna i negativna iskustva zemalja u korišćenju investicionih fondova u samom procesu transformacije.

INVESTICIONI FONDOVI

Investicioni fondovi su institucije kolektivnog investiranja u okviru kojih se prikupljaju novčana sredstva (3,117-125). Prikupljena novčana sredstva fonda ulažu se u različite vrste imovine, u skladu sa investicionim ciljevima navedenim

REZIME

Ključne reči: Investicioni fondovi, hartije od vrednosti, razvoj finansijskog tržišta, Centralna i Jugoistočna Evropa.

Transparentno i efikasno tržište hartija od vrednosti jeste uslov zdrave ekonomske ekspanzije. Da bi se obezbedili uslovi za efikasno funkcionisanje tržišta hartija od vrednosti, neophodno je postaviti odgovarajuću regulativu na koju se mogu osloniti svi učesnici na tržištu. Krajnji cilj tranzicija u nizu zemalja je modernizovati društvo, izgraditi efikasnu ekonomiju sposobnu da se ravnopravno uključi u međunarodnu svetsku privredu. Autori u radu ukazuju na značaj investicionih fondova u procesu tranzicije odabranih zemalja Centralne i Jugoistočne Evrope, koji od svih institucionalnih investitora u periodu tranzicije beleže najbrži rast.

¹ Alfa BK Univerzitet, doktorand ekonomskih nauka, Fakultet za finansije, bankarstvo i reviziju, Beograd, Srbija.
E-mail: natasa.milojevic@alfa.edu.rs

² Alfa BK Univerzitet, redovni profesor, Fakultet za finansije, bankarstvo i reviziju, Beograd, Srbija.
E-mail: marijana.joksimovic@alfa.edu.rs

u prospektu, radi ostvarivanja dobiti i smanjenja rizika ulaganja (2, 535-543).

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. Poslovanje investicionih fondova regulisano je Zakonom o investicionim fondovima (10), a nadzor društava za upravljanje vrši Komisija za hartije od vrednosti.

Postoje tri vrste investicionih fondova, a to su: otvoreni investicioni fond, zatvoreni investicioni fond i privatni investicioni fond (4, 371-381).

Otvoreni investicioni fond

Otvoreni investicioni fond (11) funkcioniše po principu prikupljanja novčanih sredstava putem izdavanja investicionih jedinica i otkupa investicionih jedinica na zahtev člana fonda. Otvoreni fondovi ulažu u likvidne hartije od vrednosti (HoV), kojima je moguće svakodnevno odrediti tržišnu vrednost, a investitori mogu svakodnevno ulagati sredstva ili ih povlačiti iz fonda. U zavisnosti od investicionog cilja, postoje četiri vrste otvorenih investicionih fondova:

Otvoreni investicioni fond funkcioniše po principu prikupljanja novčanih sredstava putem izdavanja investicionih jedinica i otkupa investicionih jedinica na zahtev člana fonda.

- *Fond očuvanja vrednosti.* Ulaže u kratkoročne dužničke HoV i novčane depozite. Kao što i sam naziv kaže, ovi fondovi teže očuvanju vrednosti uloga, odnosno, zaštiti od inflacije. Ovo su fondovi sa najnižim rizikom. Ulaganjem u ove fondove neće se ostvariti visoki prinosi, ali zato će se sačuvati vrednost uloga. Prinosi ovakvih fondova su obično nešto veći od inflacije i kamate na depozite kod banaka.
- *Fond prihoda.* Ulaže najmanje 75% svoje imovine u dužničke HoV. Iako vrednost uloga može porasti, osnovni cilj ovih fondova je da obezbede redovne prinode svojim članovima. Zbog toga u ove fondove uglavnom ulažu konzervativni investitori, starije osobe kojima ovi fondovi mogu obezbediti dopunu prihoda od penzija i investitori koji žele da smanje rizik svog portfolija. Ovi fondovi ostvaruju prihod koji je veći od fondova očuvanja vrednosti uz veći nivo rizika. Rizičnost ovih fondova može se drastično razlikovati u zavisnosti od izdavaoca HoV u koje ulažu. Pored toga, ovi fondovi su izloženi riziku kretanja kamatnih stopa – kada kamatne stope rastu, vrednost fondova prihoda se smanjuje.
- *Balansirani fond.* Ulaže 85% imovine u vlasničke i dužničke hartije, s tim što u dužničke HoV ulaže najmanje 35%, a najviše 65%. Cilj ovih fondova je da obezbede mešavinu sigurnosti, prihoda i rasta uložениh sredstava. Ovi fondovi su prikladni za investitore koji su zainteresovani

za umeren rast vrednosti uloga uz umeren rizik.

- *Fond rasta.* Ulaže najmanje 75% vrednosti svoje imovine u vlasničke HoV. Cilj ovakvih fondova je da obezbede visoke prinose na srednje ili duže „staze“. Takvi fondovi ulažu najveći deo svoje imovine u akcije, čime su i rizičniji od prethodnih fondova. Međutim, rizičnost ovih fondova se može značajno razlikovati u zavisnosti od karakteristika preduzeća u koje ulažu i investicione strategije. U ove fondove prvenstveno ulažu mlađe osobe i investitori koji su spremni da prihvate visok investicioni rizik.

Zatvoreni investicioni fond

Zatvoreni investicioni fond prikuplja novčana sredstva prodajom akcija putem javne ponude. Kada je javna ponuda završena, investitori koji su kupili akcije fonda njima mogu trgovati na organizovanom tržištu po tržišnoj ceni tih akcija, koja može biti niža ili viša od vrednosti imovine fonda. Društvo za upravljanje je dužno da uvrsti akcije fonda na organizovano tržište u roku od tri dana od dana prijema rešenja o izdavanju dozvole. Pored HoV u koje ulažu otvoreni fondovi, zatvoreni fondovi mogu ulagati i u nekretnine i u privredna društva, kojima se ne trguje na organizovanom tržištu, pa mogu biti rizičniji od otvorenih fondova. U zavisnosti od investicione politike i vrste imovine u koju ulažu, zatvoreni fondovi se dele na:

Zatvoreni investicioni fond prikuplja novčana sredstva prodajom akcija putem javne ponude.

- Zatvorene fondove koji više od 50% svoje imovine ulažu u HoV kojima se trguje na organizovanom tržištu;
- Zatvorene fondove koji više od 50% svoje imovine ulažu u akcije preduzeća kojima se ne trguje na organizovanom tržištu i u udele ortačkih, komanditnih i društava sa ograničenom odgovornošću u Republici Srbiji;
- Zatvorene fondove za ulaganje u nekretnine, koji više od 60% imovine ulažu u nepokretnosti.

Privatni investicioni fond

Privatni investicioni fond je organizovan kao društvo sa ograničenom odgovornošću i takvi fondovi nemaju ograničenja prilikom ulaganja. Namenjeni su iskusnim investitorima, pa minimalan ulog iznosi EUR 50,000.

UTICAJ INVESTICIONIH FONDOVA NA RAZVOJ ZEMALJA U TRANZICIJI

Ulaganjem sredstava u investicioni fond omogućen je jednostavan pristup tržištu kapitala, a sredstvima upravljaju iskusni i ovlašćeni stručnjaci. Prednost ulaganja u investicioni fond je u tome što se sredstva u svakom trenutku mogu povući. Prinos

koji se može ostvariti ulaganjem u investicioni fond obično je viši nego prinos koji se može ostvariti nekim konvencionalnim oblikom štednje.

Uvođenje investicionih fondova u finansijske sisteme ovih zemalja pokazalo se neophodnim i značajnim. Sve zemlje u tranziciji u kojima su fondovi odigrali značajnu ulogu izgradile su svoje finansijske sisteme na višem stepenu efikasnosti. Dominantna uloga investicionih fondova, koja im je i dala veliki značaj u zemljama u tranziciji, ujedno je i njihova primarna uloga u procesu alokacije štednje. Bankarski sistemi u nizu zemalja Jugoistočne Evrope bili su izgubili poverenje štediša, a kako investicioni fondovi nude veću mogućnost ostvarivanja prinosa pokazali su se atraktivnijim u odnosu na druge oblike institucionalnih investitora. „Investicioni fondovi su nove poluge štednje.“ (9, 93). „Osobnost je njihova atraktivnost, a prednost je u višim stopama zarada u poređenju sa štednjom banaka.“ (9, 93). Investicioni fondovi su atraktivni za male investitore koji ne poseduju dovoljno znanja i iskustva u odabiru hartija od vrednosti, pa im je ulaganje u fondove profitabilnije, likvidnije i omogućava im disperziju rizika. Uz precizno zakonsko definisanje investicionih fondova moguće je privući i strane portfolio investitore (što je potvrdilo iskustvo Poljske).

U Mađarskoj je do kraja 1980-ih godina dominirala državna svojina. Nakon ovog perioda Mađarska ulazi u proces spontane privatizacije, poznate u literaturi kao „lagana“. Spontana lagana privatizacija se definiše kao „neinstitucionalna forma privatizacije državne svojine“ (5, 33). U savremenoj literaturi Mađarska se ističe kao prva zemlja u nizu tranzicionih zemalja koja je bila spremna za privatizaciju svoje državne telekomunikacione kompanije (MATAV) i državne naftne kompanije (MOL) i to uključivanjem stranih investitora. U desetogodišnjem periodu privatizacije, uvoz stranog kapitala bio je najintenzivniji 1995. i potom 1997. i 1993. godine. Razlozi velikog interesovanja stranih investitora počivaju na spoznaji da Mađarska:

- pokazuje tendenciju kontinuiranog rasta;
- ima veliki intelektualni potencijal;
- poseduje razvijenu informativnu i telekomunikacionu mrežu.

Negativna saputnica procesa tranzicije bila je veća stopa nezaposlenosti, koja je bila posledica činjenice da vlada u to vreme nije imala efikasnu socijalnu politiku zapošljavanja. Iako je ova stopa u tom periodu bila među nižim u Evropi, čak i u poređenju sa zemljama Evropske unije (1, 55), ta činjenica je često pripisivana negativnom uticaju investicionih fondova.

Privatizacija u Mađarskoj je iz današnje perspektive „istorijski proces razvoja privatnog vlasništva, a ograničenja državnog uticaja“. Smatra se da je proces privatizacije u Mađarskoj manje

ili više okončan kada je učešće privatne svojine u nacionalnom bruto proizvodu dostiglo više od 80%, negde oko 2000. godine, čemu su značajno doprineli investicioni fondovi. Zbog ovako uspešno okončane privatizacije, Mađarska je veoma rano dobila ocenu „najspremnijeg kandidata za ulazak u Evropsku uniju“ (6).

Za razliku od Mađarske, Češku i Slovačku odlikuje masovna vaučerska privatizacija, uz manju primenu drugih metoda. Najveći broj firmi privatizovan je putem vaučera, čije je pravo kupovine ostvarivao svaki punoletni građanin. Razlog za kupovinu vaučera je mogućnost njihovog plasmana u investicione fondove. Fondovi vlasnicima pružaju mogućnost ostvarivanja zarade i na taj način imaju primarnu ulogu u procesu vaučerske privatizacije. Na taj način više od 70% vaučera je prešlo u posed investicionih fondova, uz 40% vaučera koji su u vlasništvu 10 najvećih investicionih fondova.

Zajedničke polazne karakteristike masovne vaučerske privatizacije kao metoda privatizacije u Češkoj i Slovačkoj počivaju na:

- naglašenoj brzini privatizacije, uz masovno uključivanje stanovništva;
- izraženoj konkurenciji stranih i domaćih investitora;
- zanemarenom procesu regulative;
- neuključenosti najvećih kompanija, tzv. gubitaša, u proces privatizacije.

Češka je uspešno nastavila drugi talas privatizacije, za razliku od Slovačke koja je odustala od daljeg toka masovne vaučerske privatizacije. Za Češku je masovna vaučerska privatizacija bila značajnija usled izraženije potrebe za razvijenijim tržištem kapitala.

Krajnji rezultati sprovedene privatizacije u Češkoj ukazali su na činjenicu da je većina građana svoje vaučere prepustila investicionim fondovima, a mali procenat stanovništva ih je menjao samostalno za akcije kompanija. Više od 90% vlasnika vaučera je svoje vaučere plasiralo investicionim fondovima već u prvom krugu (talasu) privatizacije. To je doprinelo rastu cena akcija najznačajnijih i najuspešnijih kompanija.

Investicioni fondovi u procesu masovne vaučerske privatizacije doprineli su:

- diversifikaciji portfolija;
- selekciji portfolija;
- uspešnom korporativnom upravljanju.

Sumarni rezultati pokazali su da je 80% državnih preduzeća privatizovano i to u raznovrsnim granama i sektorima. Privatizacija je brzo sprovedena i protekla je bez većih socijalnih i političkih poteškoća i omogućila je kreiranje tržišta kapitala koje je doprinelo daljem razvoju ekonomije. Jedini prisutni problemi i

kritike fondovima odnosile su se na nedovoljnu zakonsku regulativu i prevelika očekivanja privrede u otklanjanju višedecenijskih teškoća.

U odnosu na Češku i Slovačku, model privatizacije u Poljskoj je „oprezniji“. Investicioni fondovi su se formirali organizovano u poređenju sa Češkom, u kojoj je njihov nastanak bio spontan, što im je omogućilo dominantnu ulogu u procesu masovne vaučerske privatizacije.

Punoletno stanovništvo je vaučerima u formi sertifikata moglo trgovati i na berzi i van berze. Berza je pružala veću sigurnost, pravedniju cenu i jednostavniju trgovinu, a sa ciljem da stimuliše stanovništvo na kupovinu akcija, a domaće i strane investitore na ulaganje kapitala. Uloga države u procesu privatizacije je izostala, što je rezultat stava da bi bilo kakva, pa i najmanja uplitanja države rezultirala povratkom u državnu regulativu. Masovnoj vaučerskoj privatizaciji u Poljskoj nedostaje dinamika i tržišni kvalitet, u odnosu na uspješni model Češke. Proces je sporiji, pa je to razlog kašnjenja u njegovoj realizaciji. Bez obzira na postojeći nedostatak, investicioni fondovi doprinesi su razvoju tržišta kapitala i bili podsticaj tržišnim reformama.

Masovna vaučerska privatizacija prihvaćena je kao jedan od metoda privatizacije u Crnoj Gori. Usvajanjem zakonskih rešenja od februara 1999. do februara 2000. postavljen je pravni okvir za realizaciju ovog modela privatizacije. Na predlog Saveta za privatizaciju vlada donosi godišnje planove preko kojih se privatizacija sprovodi.

Zakon o privatizaciji definisao je Uredbu o načinu izdavanja i sticanja vaučera (7). Besplatne privatizacione vaučere stiču svi punoletni građani, uz uslov da najmanje godinu dana poseduju prebivalište na teritoriji Crne Gore (8). Vaučeri su omogućili sticanje akcija u samom procesu masovne vaučerske privatizacije. Neupotrebljen vaučer po isteku programa masovne privatizacije smatra se bezvrednim, nije ga moguće refundirati, niti mu promeniti namenu. Građani koji su svoje vaučere poverili privatizacionim investicionim fondovima postali su akcionari fonda. Fondovi su na ovaj način omogućili disperziju rizika građana kao ulagača, a menadžeri fondova su, prateći tehnološki i ekonomski razvoj, uspešno ocenili koja preduzeća su najprofitabilnija za ulaganje.

Model masovne vaučerske privatizacije primenjen u Crnoj Gori baziran je na najpovoljnijim iskustvima zemalja koje su ovom programu pristupile u okviru svojih strategija privatizacije. Nije imao adekvatnu alternativu, imajući u vidu zatečeno imperfektno tržište kapitala i nespremnost domaćih investitora na značajnija strateška ulaganja. Njegova uspešnija primena zahteva institucionalni okvir.

Privatizacija u Srbiji započela je 1989. godine. Početna faza trajala je do 1991. godine, kada Srbija zakonom reguliše pretvaranje društvene svojine u druge svojinske oblike (Službeni glasnik 48-91). Druga faza privatizacije je znatno usporenija u odnosu na prethodnu i odvija se podržavljenjem društvenog kapitala i nastankom javnih preduzeća.

Ciljevi privatizacije kroz ove dve faze mogli bi se sistematizovati na:

- stvaranje efikasne privrede;
- unapređenje finansijskog stanja države;
- uklanjanje favorizovanog državnog i društvenog sektora.

U procesu privatizacije u Srbiji, investicioni fondovi su oboгатili institucionalnu strukturu finansijskog sistema Srbije i doprineli razvoju tržišta kapitala. Uvođenje investicionih fondova u proces privatizacije odvijalo se sporije, što je moglo da se objasni nerazvijenošću finansijskog tržišta, nepostojanjem zakonske regulative i nedostatkom finansijskih instrumenata u koje bi fondovi investirali.

Funkcionisanje investicionih fondova sledilo je odlike i iskustva drugih zemalja u tranziciji. Donošenjem Zakona o investicionim fondovima omogućeno je postizanje kapitalnih dobitaka. Na tržištu se pojavljuju atraktivne akcije javnih preduzeća, kao što su NIS, Telekom, EPS, Aerodrom, Železnica i dr., čime fondovi dobijaju priliku ulaganja u kvalitetnije hartije od vrednosti. Ograničavajući faktor razvoja investicionih fondova bila je skromna ponuda hartija od vrednosti na berzi.

Preuzimanjem koraka ka restrukturiranju privrede, Srbija je pokazala je da je u tom procesu postojanje investicionih fondova neophodno, jer likvidni investicioni fondovi omogućuju i doprinose razvoju tržišta kapitala.

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Iz napred navedenog može se zaključiti da investicioni fondovi imaju vodeću poziciju u finansijskim sistemima zemalja u tranziciji. Rastom kapitala investicionih fondova, fondovi su se svrstali u sam vrh institucionalnih investitora. Kada je u pitanju investiranje u akcije, u nizu zemalja u tranziciji investicioni fondovi su vodeći u pogledu vrednosti svojih portfolija. Pri investiranju u obezneke fondovima konkurišu u manjoj meri samo osiguravajuće kompanije.

Uticaј fondova u procesima privatizacije doprineo je demokratizaciji i doveo do značajnijeg priliva kapitala. Reč je o moćnim finansijskim institucijama čija će puna finansijska snaga doći do izražaja uz pravilno upravljanje mogućnostima i ograničenjima koja proizilaze iz fondova. Investicioni fondo-

vi doprinose razvijenijoj finansijskoj infrastrukturi, koja je atraktivnija za portfolio investitore. Dodatni priliv kapitala ka fondovima uz efikasnije upravljanje fondovima ubrzava reforme zemalja u tranziciji, povećava monetarnu stabilnost i liberalizaciju tržišta. Što je uloga fondova bolje institucionalizovana i ciljanija, to je oživljavanje privrede brže, uz minimalne negativne efekte. Iskustva zemalja u tranziciji pokazuju da prednosti regulisanih i organizovanih investicionih fondova direktno unapređuju finansijski sistem zemlje i celokupnu privredu.

THE IMPORTANCE OF INVESTMENT FUNDS IN THE TRANSITION PROCESS

SUMMARY

Key words: Investment fund, privatization process, financial market development, Central and Southeast Europe.

A transparent and efficient security market is a precondition for sound economic development. Providing conditions for the efficient functioning of the security market starts with setting up appropriate regulations on which all market participants can rely. The ultimate goal of transition in several countries is to modernize society to build an efficient economy capable of inclusion in the international world economy. The authors point out the importance of investment funds in the transition of selected countries in Central and Southeast Europe, which of all institutional investors in the transition period recorded the fastest growth.

LITERATURA

1. Laky, Terez and Laszlo Neumann (2007), *Privatisations Effect on Employment*
2. Ljubić, Marijana (2007), *Kuda ide tržište HoV u Srbiji?, Izazovi ekonomske nauke i prakse u procesu pridruživanja Evropskoj uniji*, Ekonomski fakultet u Nišu, Niš 18-19. oktobar 2007. godine, str. 535-543
3. Ljubić, Marijana (2010), *Stabilnost investicionog privrednog ambijenta kao faktor razvoja zemalja u tranziciji*, Geopolitički i energetski faktori stabilnosti Balkana, Centar za razvoj međunarodne saradnje, Beograd, 6. novembar 2010, Zbornik radova str. 117-125
4. Ljubić, Marijana (2008), *Globalizacija finansijskih tržišta*, Inostrani kapital kao faktor razvoja zemalja u tranziciji, Ekonomski fakultet u Kragujevacu, Kragujevac 30. maj. 2008. godine, Zbornik radova str. 371-381
5. Macher, Akos (2000), *Date and Facts on Hungarian Privatisation*, Budapest
6. OECD, (1999), *Review of industry and industrial policy in Hungary*, OECD, Paris
7. Službeni list Republike Crne Gore br. 17/01
8. Službeni list Republike Crne Gore br. 23/01
9. Vasiljević, Branko (2002) *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd
10. *Zakon o investicionim fondovima*, Sl. glasnik RS, br. 46/2006, 51/2009, 31/2011 i 115/2014
11. *Zakon o otvorenim investicionim fondovima sa javnom ponudom*, Sl. glasnik RS br. 73/2019