



Зорица Голић

ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ У СВЈЕТСКОЈ ПРАКСИ И ПЕРСПЕКТИВЕ ЊИХОВОГ РАЗВОЈА У БОСНИ И ХЕРЦЕГОВИНИ

Увод |199|

1. Значај инвестиционих фондова |199|

2. Облици инвестиционих фондова у свјетској пракси |200|

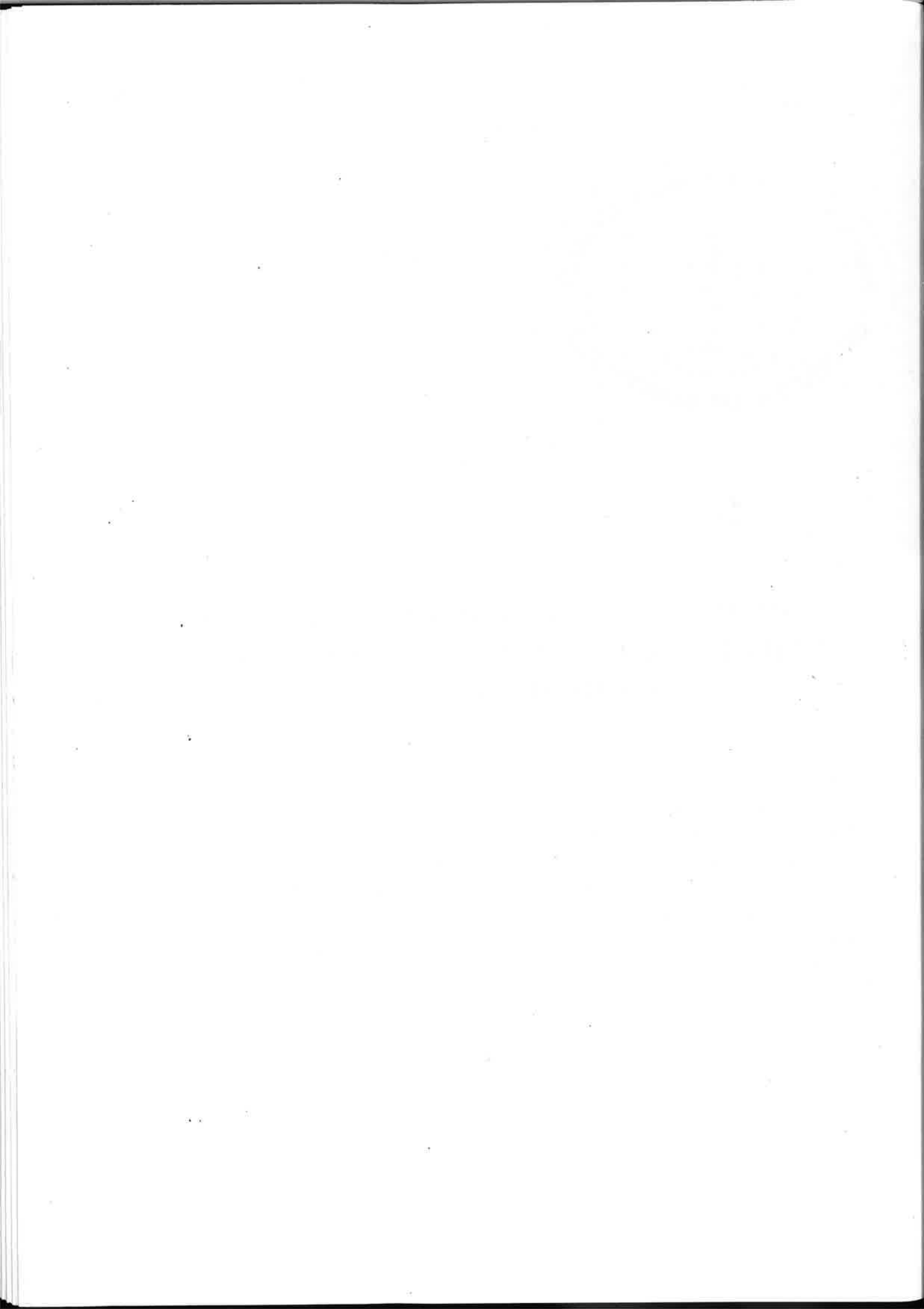
3. Иновације и посебне врсте инвестиционих фондова |204|

4. Стање и перспективе развоја инвестиционих фондова у Босни и Херцеговини |205|

5. Даљи развој тржишта и индустрије фондова у Босни и Херцеговини |208|

Закључак |209|

Литература |210 |



Увод

Развој финансијског тржишта је процес који треба да обезбиједи ефикасну алокацију новца и капитала у свакој националној привреди. Овај процес, нарочито важан за земље са оскудицом новца и капитала, данас се у највећој мјери одвија посредством хартија од вриједности. Управљање инвестицијама у хартије од вриједности, представља једну од најзначајнијих функција, а инвестициони фондови једну од најважнијих институција савремених финансијских система у свијету.

Инвестициони фондови су својеврсна институционална инкарнација функције портфолио менаџмента која се налази у основи модерне теорије инвестирања. То су институције које својом атрактивношћу и ефикасношћу масовно привлаче нове инвеститоре и последњих деценија представљају финансијски институционални сегмент са највећим растом у свијету.

У земљама у транзицији, инвестициони фондови могу да одиграју, и већ су одиграли значајну улогу у приватизационим процесима и даљем развоју тржишне привреде.

Што се тиче БиХ она је, као и многе земље у транзицији, принуђена да у области развоја тржишта хартија од вриједности и индустрије инвестиционих фондова пође од почетка учећи се на властитим грешкама. Узрок томе су прије свега и тешка ратна разарања, као и распад јединственог економског простора бивше Југославије, као и саме БиХ.

Тренутна ситуација у БиХ не даје много разлога за оптимизам, дубина кризе у којој се налазимо и позитивна искуства других земаља у транзицији, указују на то да се излаз може и мора пронаћи. Надајући се да ће БиХ у томе успјети, извјесно је да ће инвестициони фондови заживјети у блиској будућности и да се за то треба озбиљно припремати.

1. Значај инвестиционих фондова

Инвестициони фондови су најзначајнији институционални инвеститори.¹ То су недепозитне финансијске институције, које се оснивају са искључивом сврхом да прикупљају слободна финансијска средства од својих улагача и да та средства улажу на тржишту капитала у различите хартије од вриједности, на принципима минимизирања и дисперзије ризика, професионалног управљања и рационализације трошкова фонда како би својим улагачима осигурали прихватљив принос уз релативно низак ризик.

Претежан дио становништва најчешће располаже са ограниченом сумом новца и знања која сама за себе не представљају значајнији инвестициони потенцијал да би се на тржишту појавили као инвеститори са довољно диверзификованим портфолиом својих улагања. Међутим, куповином улога у инвестиционом фонду долази се до концентрације средстава на једном мјесту-фонду, чиме се од уситњених појединачних сума долази до респектабилне инвестиционе масе за коју се могу куповати различите хартије од вриједности.

¹ Емпиријски подаци указују да су у развијеним тржишним привредама ове институције формирале огромне финансијске потенцијале и представљају доминантне финансијске институције и власнике трајног капитала у земљама са тржишним финансијским системима (на примјер, САД или Велика Британија), за разлику од банкарских финансијских система (какве имају, на примјер, Јапан и Њемачка).

Да би што боље разумјели сврху формирања и начин функционисања инвестиционих фондова неопходно је знати сљедеће:²

Инвестициони фондови су финансијске институције. Инвестициони фондови су институције које прикупљају и пласирају прикупљени капитал. Инвестиционе компаније су инвестициони фондови у ужем смислу и њихова дјелатност је инвестирање, реинвестирање, посједовање, држање или трговина хартијама од вриједности.

Инвестициони фондови пласирају средства у портфељ хартија од вриједности. Прикупљени капитал инвестициони фондови инвестирају на многим сегментима финансијског тржишта у диверзификоване пласмане великог броја различитих инструмената.

Инвестициони фондови су професионално вођене фирме. Портфолиом управљају професионални менаџери, који располажу великим нивоом знања, стручности и искуства из области инвестиција у хартије од вриједности, портфолио менаџмента, финансијских тржишта и других финансијских дисциплина.

Појединац настоји да сам одабере портфолио хартија од вриједности, када је ријеч о мањем броју хартија у које је уложио средства. Ужи портфолио је везан за већу концентрацију ризика, мању ликвидност и мање могућности максимизације профита, тј. капиталне добити. С друге стране, појединац има ограничене могућности инвестиционе анализе различитих хартија од вриједности, или ће процес анализе бити временски дужи, што ће онемогућити флексибилност у доношењу инвестиционих одлука.

Инвестициони фондови представљају начин пласмана средстава у финансијске инструменте у име и за рачун улагача. Један од циљева формирања инвестиционих фондова је дисперзија ризика која лако може бити претворена у своју супротност, ако инвестициони фонд злоупотреби налог улагача. Међутим, да би се то избјегло однос улагача и фонда је формално детаљно регулисан, али и заштићен начелима и праксом заштите инвеститора.

Инвестициони фондови имају посебан облик пасиве. Пасива инвестиционих фондова је скоро у цјелини састављена од акција инвеститора, што доводи до тога да се ризик пословања фондова директно преноси на инвеститора, а не сноси га сам фонд као финансијски посредник. Због тога је неопходно да улагач има активан однос према ризику када бира инвестициону стратегију, тј. инвестициони фонд у који улаже.

2. Облици инвестиционих фондова у свјетској пракси

Инвестициони фондови нису једини облици управљања портфолиом³ у име и за рачун улагача. Портфолиом могу такође управљати банке, дилерске и брокерске куће.

Инвестициони фондови, међутим, представљају флексибилнији облик управљања портфолиом, захваљујући томе што је праг улагања веома низак, као и чињеница да је омогућена **персонализација инвестиционе стратегије**: улагач може самостално изабрати фонд који најбоље одражава његове преференције везане за улагање у хартије од вриједности (профит, капитална добит, раст вриједности портфолиа, област улагања и слично).

У свјетској пракси постоје различити приступи у погледу класификације и подјеле инвестиционих фондова. Зависно од земље, односно развијености инфраструктуре финансијског тржишта, инвестициони фондови се јављају под разним именима и различитим конкретним облицима. Међутим, независно од земље посматрања, основе њиховог разликовања су:

² Шире видјети у: Б. Васиљевић, *Основи финансијског тржишта*, Завет, Београд, 2002. страна 115-116.

³ Портфолио је један од термина са англосаксонског говорног подручја који се одомаћио у теорији и пракси широм свијета и који се најчешће не преводи, а означава скуп различитих хартија од вриједности.

- начин мобилизације средстава,
- инвестициона стратегија (облик портфолиа) и
- инвестициони циљеви.

Начин мобилизације средстава

По овом основу, разликују се:

- отворени (неограничени) инвестициони фондови,
- затворени (ограничени) инвестициони фондови.

Битно је истаћи да су инвестициони фондови организовани као друштва капитала, или кредитна друштва чији органи утврђују политику фонда. Фонд не управља портфељом-то у његово име чини посебна компанија, која је обично и оснивач фонда (банка, осигуравајућа организација, инвестициона компанија, брокер, и сл.). Хартије од вриједности које чине портфолио чува и сервисира банка-депозитар.

Отворени инвестициони фондови (Open-end Investment Funds) познати су још и под називом **узајамни фондови** (Mutual Funds).⁴ Ови фондови континуирано издају и продају сопствене акције, односно удјеле инвеститорима и континуирано их откупљују, омогућавајући на тај начин непрекидну ликвидност својих акција (удјела). Конкретно то значи да уколико инвеститор ријеши да прода акције отвореног фонда, он неће морати да контактира другу финансијску институцију, већ се може обратити директно администрацији фонда која ће откупити акције и њему исплатити одређену суму новца.

Акције (удјели) отворених фондова гласе на суму која представља пропорционални удио инвеститора у нето имовини фонда (ликвидациона вриједност фонда). Цијену акције не одређује тржиште (берза), већ се она изражава као однос нето имовине фонда и броја емитованих акција. Механизам за одређивање цијене је следећи: од укупне активе фонда, која представља тржишну вриједност у портфељу, увећане за осталу активу одузима се укупна пасива (сви трошкови укључујући и провизију за управљање портфељом) и дијели се са бројем издатих (продатих) акција.

Цијена акција (Net Asset Value-NAV) одређује се најмање једном дневно, полазећи од закључених листа котација хартија од вриједности. Сваки власник акције фонда има право да је прода фонду по цијени која је утврђена претходног дана.

Цијена акција на крају дана (t) формално се може изразити као:⁵

$$NAV = \frac{MVA_t - LIAB_t}{NSO_t}$$

гдје је:

MVA_t - тржишна вриједност портфолиа,

LIAB_t - износ обавеза и

NSO_t - број акција на крају дана t.

Затворени инвестициони фондови (Closed-end Investment Funds у САД, Investment Trusts у Великој Британији) се називају тако пошто имају фиксан број емитованих акција. Они су старији у односу на отворене фондове, издају акције (удјеле) у ограниченом броју и продају их улагачима као и свако друго друштво капитала. Прикупљена средства улажу се у релативно постојан портфељ хартија од вриједности.

⁴ Шире видјети у: А.Ј.Фредман, R.Wiles, How Mutual Funds Work, New York Institute of Finance, New York, 1998. страна 125-135.

⁵ Према: Б.Васиљевић, Основи финансијског тржишта, Завет, Београд, 2002. страна 117.

Затворени инвестициони фондови по правилу не врше откуп емитованих акција од својих акционара-инвеститора. Акцијама затвореног фонда тргује се на берзи и њихова вриједност зависи од понуде и тражње. Средства од купљених акција припадају њиховим продавцима, а не фонду.

Уочавамо да су затворени инвестициони фондови слични холдинг компанијама, с тим што за разлику од фондова холдинг компаније врше управљачку контролу над предузећем чије акције имају у свом портфељу. Да би се избјегла пракса да инвестициони фондови управљају компанијама чије акције посједују, законска регулатива ограничава број акција поједине компаније које држи инвестициони фонд.

Инвестициона стратегија (облик портфолиа)

Према инвестиционој стратегији фондови се могу посматрати као:

- ☐ доходовни (Income Funds),
- ☐ уравнотежени (Balanced Funds),
- ☐ дионички (Equity Funds),
- ☐ специјализовани (Speciality Funds),
- ☐ дивидендни (Dividend Funds),
- ☐ земљишни (Real-Estate Funds),
- ☐ фондови новчаног тржишта (Money Market Funds),
- ☐ национални (Country Funds),
- ☐ фондови ризичног капитала (Venture-Capital Funds),
- ☐ етички (Ethical Funds), итд.

Наведени критеријум разликовања инвестиционих фондова и варијетети фондова према типу портфеља с којим фонд располаже подразумевају да се, на примјер, у портфељу фонда чији је основни циљ максимизација дохотка улагача (*доходовни фонд*) нађу углавном државне хартије од вриједности са високим приносом и дужничке хартије од вриједности предузећа, преференцијалне акције и хипотекарне упутнице.

Код *уравнотеженог фонда*, основни циљ улагања биће комбинација сигурности, дохотка и пораста капиталне вриједности хартија, тј. уравнотеженост ових фактора.

Специјализовани фондови биће усмјерени на формирање портфеља везаног за једну географску област, индустрију или сегмент тржишта капитала.

Етички фондови су задужбинског или ктиторског карактера и формирају свој портфолио према моралним, религиозним и сличним принципима.

Постоје и типови фондова који не изражавају само одређену структуру портфеља, него посједују и низ других специфичности. То су:

- ☐ национални фондови,
- ☐ земљишни фондови,
- ☐ фондови ризичног капитала и
- ☐ фондови новчаног тржишта.

Национални фондови су фондови (најчешће затвореног типа) који улажу у хартије од вриједности фирми из других замаља. Посљедњих година уочава се значајна активност националних фондова за портфолио улагања у земље које су на почетку развоја тржишта хартија од вриједности. Ови фондови носе знатно већи ризик за улагача, али и стимулишу развој тржишта хартија од вриједности и његову интернационализацију.

Земљишни фондови улажу у земљиште које може донијети ренту, или омогућава капиталну добит кроз увећану цијену на тржишту. Ови фондови улагаће и у станове, пословне просторе, изграђено земљиште, али се не могу ангажовати за спекулативна улагања. С обзиром на специфичну област улагања, земљишни фондови захтијевају посебна знања за управљање портфолиом.

Фондови ризичног капитала инвестирају у акције ситнијих предузећа која се не котирају на берзи, или су технолошки на завидном нивоу. Основна сврха улагања у овај тип предузећа је реализација капиталне добити која се формира кроз раст цијена акција ових предузећа приликом пријема на берзу, или пак због коришћења технолошке ренте.

Фондови новчаног тржишта формирају портфолио краткорочних хартија од вриједности (државне обвезнице, комерцијални папири, благајнички записи и сл.), као и готовог новца. Они обезбјеђују могућност пласмана краткорочне ликвидности улагача, али и улагање у условима неизвијесности на тржишту и тзв. инверзне криве приноса (кад су краткорочне каматне стопе више од дугорочних).

Инвестициони циљеви

У погледу циљева инвестирања постоје огромне разлике између фондова. На тај начин се потенцијалним инвеститорима нуди широка лепеза инвестиционих алтернатива и различитих комбинација приноса и ризика.

С обзиром на инвестиционе циљеве фондови се могу посматрати као:⁶

- инвестициони фондови који инвестирају у акције, и
- инвестициони фондови који инвестирају у обвезнице.

Кад говоримо о **инвестиционим фондовима који инвестирају у акције** ту постоји више различитих врста у зависности од конкретних циљева:

Фондови раста (*Growth Funds*) или тзв. “го-го” фондови су фондови оријентисани на велике стопе раста и остваривање капиталних добитака у дугом року. Приоритет им је раст цијена а не дивиденда, што значи да такви циљеви инвестирања носе и високе стопе ризика о чему инвеститори треба да воде рачуна.

Фондови агресивног раста (*Aggressive Growth Funds*) имају за циљ брз капитални раст. Покушавају да пронађу акције малих брзо растућих компанија и да остваре капитални добитак у релативно кратком временском периоду. Карактеристично за ове фондове је да је ниво ризика изузетно висок.

Фондови прихода и раста (*Income and Growth Funds*) су на неки начин средина између високог приноса и ниског ризика. Оријентација ових фондова је да максимирају стопе приноса, али и да избјегну сувише висок ризик. Фондови прихода и раста углавном инвестирају у акције великих, познатих и сигурних компанија.

Индексни фондови (*Index Funds*) су оријентисани на то да инвеститорима понуде приходе приближно једнаке просјечном приносу на тржишту. Из тог разлога је структура портфолиа ових фондова врло слична саставу водећих тржишних индекса. Код ових фондова могућа је активна и пасивна менаџерска стратегија. Пасиван менаџмент задржава структуру портфолиа на нивоу тржишних индекса и обезбјеђује приход приближно једнак просјечном, док активан менаџмент креира такав портфолио акција који доноси супериорнији принос у односу на тржишни просјек.

⁶ Шире видјети у: Д.Ерић, Финансијска тржишта и инструменти, Чигоја штампа, Београд, 2003. страна 222-224.

Мулти фондови (Multi Funds) су свакако корак ка новим врстама фондова. Ријеч је о фонду у оквиру кога инвеститор има могућност да бира између већег броја различитих акција.

Инвестициони фондови који инвестирају у обвезнице имају врло опрезан приступ у инвестирању. Њихов основни циљ је да се очува вриједност капитала и да се остваре одређени позитивни реални приноси у будућности. И у оквиру ове групе могуће је разликовати више врста фондова:

Фондови који улажу у државне хартије од вриједности са фиксним приходом, њихов циљ је да инвеститорима донесу сигуран, али не сувише висок принос.

Фондови који инвестирају у обвезнице фирми имају за циљ остваривање врло сигурних приноса, али у нешто већем обиму у односу на претходну групу фондова.

Фондови који инвестирају у обвезнице ниског ранга ("јунк" обвезнице). Ови фондови су оријентисани да постигну што више стопе приноса путем инвестирања у обвезнице са високим каматним стопама, али такви циљеви су праћени и са много вишим нивоом ризика.

Фондови који инвестирају у конвертибилне обвезнице-које пружају могућност замјене у преференцијалне или обичне акције. Циљ ових фондова је обезбјеђивање релативно сигурних приноса, уз постојање могућности да се кроз успјешно обављену конверзију инвеститорима омогући остваривање што виших стопа приноса.

Фондови који инвестирају у обвезнице локалних органа власти (муниципалне обвезнице) имају за циљ да остваре низ пореских олакшица и предности за власнике.

Међународни фондови обвезница су интернационални фондови фокусирани на инвестирање у обвезнице на међународном финансијском тржишту.

3. Иновације и посебне врсте инвестиционих фондова

Свједоци смо да посљедњих година долази до великог таласа иновација на свјетским финансијским тржиштима. Стварају се сложене финансијске институције, такозвани финансијски супермаркети, који су у стању да пруже широк дијапазон финансијских услуга потенцијалним корисницима. У складу са тим трендовима, долази до значајних иновација у пословању инвестиционих фондова.⁷

Једна од првих иновација је формирање **фамилије фондова (или породице фондова)**. Овдје је ријеч о групи или комплексу фондова, гдје менаџери инвестиционог фонда који чини породицу фондова, нуде инвеститорима већи број инвестиционих могућности и више различитих циљева. Концепт породице фондова омогућава ширење лепезе атрактивних инвестиционих могућности, од улагања у фондове тржишта новца, до улагања само у поједине дјелатности, гране, фирме или хартије од вриједности. Инвеститорима се пружа могућност да врше премјештање својих инвестиција (активе) из једног у други фонд из исте породице, и то уз минималну административну процедуру и минималне трошкове.

Појава фамилије фондова доводи до јачања концентрације власништва на финансијским тржиштима.

Друга иновација на пољу пословања инвестиционих фондова је и појава **кантри фондова (Country Fund)**. Ријеч је о посебној врсти затворених инвестиционих фондова који су специјализовани за улагања у хартије од вриједности појединих земаља. Најчешће је ријеч о земљама које остварују високе стопе привредног раста и развоја и гдје финансијска тржишта доживљавају снажан бум. Такве земље су, на примјер, земље далеког истока (Ј.Кореја,

⁷ Шире видјети у: Д.Ерић, наведено дјело, страна 229-230.

Сингапур, Тајван, Тајланд, Индонезија, Малезија), Латинске Америке (Аргентина, Бразил) и слично. Кантри фондови, такође могу бити усмјерени ка инвестирању у финансијска тржишта земаља у транзицији. Тако су врло атрактивне инвестиционе дестинације постале многе бивше социјалистичке земље региона Централне и Источне Европе.

У посљедњих двадесетак година у свијету све више расте популарност и тзв. **оф-шор фондова** (Off Shore Fund). Ријеч је о фондовима које спонзоришу или њима управљају фирме или појединци који нису резиденти земље у којој фондови послују, што значи да је присутна дислокација између територије на којој се налазе инвеститори и власници. Они су најчешће лоцирани у земљама гдје се примјењују ниске пореске стопе (Бахами, Бермуда, Кајманска острва и другим земљама такозваног "пореског раја"). Средства пласирају на финансијским тржиштима најразвијенијих земаља-Јапана, САД, Велике Британије, и сл. Владе појединих земаља (САД) не дозвољавају својим грађанима да инвестирају у ове фондове, како би спрјечили избјегавање плаћања пореза.

Фондови у некретнине (Real Estate Investment Trust- REIT's) су специјални инвестициони фондови који до средстава долазе емисијом и продајом акција како би их улагали у различите облике некретнина (станове, куће, пословне просторе, земљу, итд.) или хипотекарне кредите. Ради се о посебној врсти затворених инвестиционих фондова који превасходно инвестирају у некретнине или хипотеке, а приходе остварују на основу наплате ренти, закупнина или рата на одобрене кредите.

Још једна од иновација и посебна врста инвестиционих фондова су **хеџ фондови** (Hedge Funds). Ријеч је о релативно новој врсти фондова који су се развили посљедњих десетак година. Многи су у почетку били организовани као друштва са ограниченом одговорношћу и законски нису били регулисани. Стратегијски су били усмјерени ка богатим појединцима или појединим финансијским институцијама, као на примјер пензионим фондовима, који су за услуге плаћали прилично високе провизије. Ови фондови су инвеститорима гарантовали заштиту од потенцијалних губитака, уз велику вјероватноћу остваривања добити. У остваривању таквих инвестиционих циљева они су формулисали портфолио на различите начине-коришћењем хартија са различитим роковима доспијећа, инструментима хеџинга, и сл. Хеџ фондови су претежно дугорочно оријентисани.

4. Стање и перспективе развоја инвестиционих фондова у Босни и Херцеговини

Инвестициони фондови су врста финансијских институција са којом се земље у транзицији нису суочавале током свог социјалистичког развоја. С обзиром на чињеницу да фондови представљају потпуну новину за све бивше социјалистичке земље, због тога је њихово увођење и њихов развој у земљама у транзицији потребно обавити смишљено и организовано.

Основни услов за оснивање инвестиционих фондова је постојање финансијских инструмената у форми хартија од вриједности на финансијском тржишту. Без задовољења тог основног услова не можемо говорити ни о инвестиционим фондовима у правом смислу те ријечи.

Оно што важи као општа порука за све земље у транзицији, па и за БиХ, је да је врло важно законским одредбама прецизно регулисати односе између инвестиционих фондова и свих институција са којима су они везани као и обавезе које имају по питању публикација вјеродостојних информација о свом пословању, структури пласмана, оствареним резултатима, и сл.

Инвестициони фондови као институције специјализоване за портфолио менаџмент које могу велики број ситних и неупућених инвеститора да активно укључе у трансакције

на финансијском тржишту одиграли су веома важну улогу у процесу приватизације. Инвестициони фондови су се јавили у, у форми приватизационих инвестиционих фондова, у већини земаља у транзицији у којима је приватизација подразумијевала бесплатну или скоро бесплатну додјелу куповне снаге грађанима. Ови фондови су настајали организовано као национални државни инвестициони фондови или као спонтано формиране институције. За разлику од инвестиционих фондова у развијеним тржишним привредама, ПИФ-ови у земљама у транзицији играли су улогу и у процесу корпоративне контроле приватизованих предузећа.

Садашње стање на подручју БиХ

Босна и Херцеговина (РС и ФБиХ), као и друге земље у транзицији, у области развоја тржишта хартија од вриједности, као и индустрије фондова, пошла је од почетка учећи се на властитим грешкама.

Тржиште хартија од вриједности у БиХ није настало као резултат спонтаног дјеловања тржишних механизма већ је његово формирање иницирано јавном понудом акција, а као резултат масовне приватизације која је, поред осталог, креирала и ПИФ-ове као средство за убрзање приватизације. Плаћање акција ПИФ-ова извршено је ваучерима у РС и приватизацијским сертификатима у ФБиХ, а не новцем тако да се ни реализоване јавне понуде акција не могу сматрати емисијом у класичном смислу те ријечи.

ПИФ-ови су за сада једини облик инвестиционих фондова који егзистирају у БиХ. У РС дјелује 13 друштава која управљају са 13 ПИФ-ова, док у ФБиХ дјелује 11 друштава која управљају са исто толико ПИФ-ова.

По Дејтонском споразуму надлежност за развој институционалног и правног оквира тржишта капитала је у надлежности ентитета.

Закључак је да се у БиХ развој тржишта капитала одвија релативно успорено из низа оправданих и исто толико неоправданих разлога. На жалост свих нас заостатак у овој области је огроман и недостаје озбиљнији приступ државе и надлежних институција да се започете реформе убрзају и заврше.

У оквиру Комисије за хартије од вриједности РС и Комисије за вриједносне папире ФБиХ покренуте су активности на сагледавању укупне проблематике организовања ПИФ-ова и њихове трансформације у корисне финансијске институције.

Перспективе развоја инвестиционих фондова у Бих (или Како превазићи садашњу ситуацију?)

С обзиром на тренутно стање у коме се налазе и послују ПИФ-ови, неопходно је изнаћи начин за њихово трансформисање користећи позитивна искуства земаља у транзицији, али никако не заборављајући све специфичности окружења у коме послују.

Пракса земаља у транзицији пружила је најмање три могућности, о којима треба размислити и код нас, за трансформацију ПИФ-ова у корисне финансијске институције:

- ☐ трансформација у отворене фондове (узајамне фондове),
- ☐ трансформација у затворене фондове (инвестициона друштва),
- ☐ трансформација у финансијске холдинге.

Трансформација у отворене фондове. Карактеристика отворених фондова је да инвеститори могу било када да затраже уновчавање инвестиционих купона према нето вриједности

средстава. Мања ефикасност фонда значи већи одлив средстава због уновчавања купона улагача, и обрнуто. Такав механизам изласка је ефикасан за инвеститоре, док за управљаче значи сталан притисак на ефикасно управљање, јер њихова једина награда (провизија за управљање) зависи од величине средстава у управљању.

У садашњим околностима трансформисање ПИФ-ова у отворене фондове не би имало позитиван предзнак ни за улагаче ни за управљаче.

Разлози за овакав став су вишеструки, а издвајају се два основна: слаба ликвидност портфолиа и изражено неповјерење у фондове. Што се тиче слабе ликвидности портфолиа намеће се питање: да ли би управљачи фондова могли редовно исплаћивати улагаче који би жељели уновчити своје купоне? То би било актуелно због тренутно великих разлика између нето вриједности средстава и тржишне цијене акција. Нико не би могао зауставити навалу улагача који би трансформисањем ПИФ-ова у отворене фондове добили могућност да уновче купоне према нето вриједности средстава која је неколико пута већа од тржишне вриједности.

Трансформација ПИФ-ова у отворене фондове у овом периоду била би погубна за инвеститоре. За очекивати је да ће се већина фондова трансформисати у затворене фондове из страха да ће јавност жељети да откупи своје акције из отвореног фонда што може изазвати кризу ликвидности код фонда. Ова бојазан је сасвим реална, јер би обавезно отварање довело до масовне продаје акција и уновчавања купона, што би имао за посљедицу значајан пад акција и цијена на берзи као и пад вриједности имовине.

Трансформација у затворене фондове. Код затворених фондова ситуација је битно другачија. Инвеститори имају излазак само преко тржишта хартија од вриједности гдје могу продати акције својих фондова. Битно је нагласити да су затворени инвестициони фондови ријеткост, с изузетком земаља у транзицији код којих је проведен модел масовне приватизације, и по правилу су намијењени уском кругу људи. И код затворених фондова се код продаје промијени само састав улагача, али не и вриједност капитала. Утицај акционара на управљање је занемарљив.

И овдје је главна препрека за успјешно пословање инвестиционих фондова структура њихове имовине. Већина улагања садашњих ПИФ-ова састоји се од слабо ликвидних акција које су купили за ваучере, код којих су у неким предузећима ПИФ-ови и већински власници. То се одражава, прије свега, у неликвидности код трговања на берзи гдје се врши активно трговање само акцијама неколико најатрактивнијих предузећа. Тако да је у ПИФ-овима једини извор свјежих средстава за даља улагања продаја акција купљених за ваучере, што је апсолутно недовољно за успјешно реструктурирање портфолиа у облик који је карактеристичан за инвестиционе фондове. Због својих значајних удјела у предузећима ПИФ-ови су у великој мјери и активни управљачи, односно већински власници, што је недозвољено за инвестиционе фондове. Европска директива о инвестиционим фондовима чак забрањује стицање значајнијег удјела који осигурава значајан утицај на предузеће из портфолиа фонда.

Трансформација у финансијске холдинге. Један од могућих облика у које се могу трансформисати ПИФ-ови, а који није предвиђен постојећим одредбама Закона, су финансијски холдинзи. Кључна карактеристика по којој се разликују од инвестиционих фондова је што се баве активним управљањем, односно овладавањем предузећем.

Да би се у БиХ избјегла негативна искуства у трансформацији ПИФ-ова кроз која су прошла неке од земаља у транзицији, неминовно је детаљније уређење ових питања кроз доношење нових закона, како би се обезбједила транспарентност и јавност у њиховом пословању, објављивању информација, обавеза котирања на берзи, прагови концентрације власништва, заштита интереса мањинских акционара, те обавеза надзора рада од стране Комисије за хартије од вриједности.

Задатак финансијских холдинга је да повећавају вриједност предузећа тако што ће управљати њима, реорганизовати их, реструктурирати их и сл. Ово је кључна карактеристика која финансијске холдинге одваја од инвестиционих фондова.

Излазак финансијског холдинга из предузећа, по правилу може бити двострук: преко берзе, па тако код предузећа која испуњавају одређене услове можемо очекивати уврштење у берзанску котацију, као и продајом предузећа стратешком партнеру поштујући при томе прописе о преузимању.

Довољно велики власнички удио у финансијским холдинзима не омогућава само ефикасну контролу већ и повећава њихову корист од успјешног управљања предузећима. Да је то јако битно уочавамо и код садашњих ПИФ-ова који због неодговарајуће мотивације и ограничења у пословању, која онемогућавају активно управљање предузећима, у садашњем облику не могу вршити улогу власника.

Управо због поменутог активног управљања предузећима, финансијски холдинзи могу бити одговарајући активни актери на тржишту БиХ. Активно власништво је најбољи лијек за рјешавање проблема незапослености и за оживљавање производње.

С обзиром на тренутно стање у коме се налазе и послују ПИФ-ови у БиХ потребно је пронаћи што безболнији начин за њихово трансформисање разматрајући све могуће опције.

Нужно је сагледати предности и недостатке сваког од могућих облика у који би се ПИФ-ови могли трансформисати.

Уједно је нужно увидјети потребу за промјеном постојећих прописа из ове области, те доношењем новог Закона о друштвима за управљање фондовима и о инвестиционим фондовима којим би се ближе и детаљније прописао поступак трансформације ПИФ-ова, као прелазног облика инвестиционих фондова.

5. Даљи развој тржишта и индустрије фондова у Босни и Херцеговини

И док је економска транзиција власништва започета крајем 80-тих година у земљама Централне и Источне Европе углавном завршена, у БиХ се развој тржишта одвија релативно успорено. То је последица, између осталог: уставних рјешења, лоше спроведене приватизације, нерјешавања питања унутрашњих дугова, ограничења банака да значајније учествују у посредовању у промету хартија од вриједности, непровођењем реформе пензионог осигурања и још увијек израженом ризику за озбиљнија страна улагања.

Стварање финансијског тржишта је поступан и релативно сложен процес за који је неопходно вријеме и одређени предуслови, посебно у земљама са неповољним историјским наслијеђем у смислу нетржишних привредних и финансијских система, какве су мање-више све земље у транзицији.

Јасна својинска структура државна или приватна, са изузетно наглашенијим учешћем ове друге, је оно што представља природан амбијент - предуслов за функционисање ефикасног финансијског тржишта.

Ефикасно финансијско тржиште корисно је и за приватни и за јавни сектор. Приватном (и генерално) сектору предузећа, ово тржиште обезбјеђује приступ додатном капиталу. Функционално и развијено финансијско тржиште се сматра једним од услова за генерисање дугорочно одрживог и стабилног привредног раста.

Закључак је да само ефикасно финансијско тржиште омогућава “демократизацију својинских права”. У локалним-БиХ условима, ефикасно тржиште би могло утицати на благостање великог броја интерних акционара.

Основни услов за оснивање инвестиционих фондова је постојање финансијских инструмената у форми хартија од вриједности на финансијском тржишту.

Инвестициони фондови и управљање портфолиом хартија од вриједности, њихово настајање и развој, у БиХ треба посматрати у контексту корјених привредних реформи, неопходних да би БиХ изашла из вишедеценијске стагнације и релативног сиромаштва. Изоловано, портфолио менаџмент, као функција и, инвестициони фондови, као институција унутар финансијског система не могу дати очекиване резултате. Дакле, само у пакету реформи финансијског, и у цјелини привредног система, инвестициони фондови и портфолио менаџмент могу пружити свој пуни, и врло значајан, допринос оздрављењу и просперитету привреде БиХ.

За БиХ је неопходно да привуче страни капитал, али да би се у томе успјело неопходан предуслов је висок ниво политичке стабилности (што, на жалост, још увијек није случај са БиХ). Поред тога, потребно је изградити јаке институције, либерализовати улазак страних инвеститора, обезбиједити заштиту власничких права и низ других мјера које ће унијети стабилност у наше економско окружење и на тај начин даље подстаћи развој финансијских тржишта. Сви набројани фактори су недостајали босанскохерцеговачкој привреди (како привреди РС, тако и привреди ФБиХ), тако да се у условима какви су били (ратно окружење) није могло очекивати да дође до значајнијег привлачења страног капитала на овакав начин и на овај простор.

Искуства новоиндустријализованих земаља показују да је брза експанзија националних тржишта омогућила и убрзано отварање домаћих компанија према иностраним инвеститорима и приступ иностраних посредника на домаћим тржиштима.

Закључак

Инвестициони фондови су финансијски посредници чији је основни циљ да ситне и неупућене инвеститоре, на мала врата, посредно уведу у “велики свијет финансија”.

Једна од полуга приватизације привреде у бившим социјалистичким земљама свакако су и инвестициони фондови. Они концентришу власничка права ситних улагача, која би иначе, због масовног карактера приватизације, била веома дисперзована и обезбјеђују професионално управљање портфолиом суочавајући се често са великим потешкоћама због изузетно нестабилног окружења.

У БиХ се развој тржишта одвија релативно успорено-позитивни помаци су једва видљиви. За постизање развијеног тржишта и долазак на самоодржив ниво, прије свега, нужно је продубљивање и проширивање тржишта. Ниједно тржиште хартија од вриједности није утемељено, нити може почивати само на власничким хартијама од вриједности. Зато је стварање формалних и стварних услова за емисију државних хартија од вриједности један од услова даљег развоја тржишта.

Имајући то у виду немогуће је упоређивати БиХ тржиште капитала са оним у Европи или САД, као и ПИФ-ове са сличним фондовима, њиховом политиком улагања, јер се оквир дјеловања, развијеност тржишта, традиција и обим превише разликују.

Нажалост, заостатак БиХ у овој области је огроман и недостаје озбиљнији наступ државе и надлежних институција да се започете реформе убрзају и заврше.

Литература

1. Р. Божић, Финансирање предузећа и финансијско тржиште, Институт за економска истраживања Приштина, Приштина, 1998.
2. Д. Ерић, Финансијска тржишта и инструменти, Чигоја штампа, Београд, 2003.
3. В. Foley, Тржишта капитала, Мате, Загреб, 1998.
4. J.C. Francis, Investments-Analysis and Menagement, McGraw Hill, New York, 1986.
5. A.J. Fredman, R.Wiles, How Mutual Funds Work, New York Institute of Finance, New York, 1998.
6. Д. Шошкић, Хартије од вредности: Управљање портфолиом и инвестициони фондови, Економски факултет, Београд, 2001.
7. Б. Васиљевић, Основи финансијског тржишта, Завет, Београд, 2002.