

UDK 330.322(497)

STANJE I PERSPEKTIVE INVESTICIONIH FONDOVA U SRBIJI I ZEMLJAMA OKRUŽENJA

Dr Boris Siljković
Zdravstveni centar Kosovska Mitrovica
Anri Dinana br.10.
(boris_siljkovic@yahoo.com)

Rezime: Cilj rada je da ukaže da su investicioni fondovi u zemljama u tranziciji ubrzali i sam proces tranzicije. Koristeći razna iskustva rad pokazuje kakvu ulogu investicioni fondovi imaju u zemljama okruženja. To znači da našoj zemlji predstoji šire angažovanje investicionih fondova i mnogo drugih stvari koje treba popraviti. Ovaj istraživački projekat imao je zadatak da izvrši identifikaciju prepreka poželjnih promena u cilju šireg razvoja investicionih fondova u Republici Srbiji. Ovim se stvara osnova za razvoj investicionog bankarstva u Srbiji po zapadnim kriterijumima što treba da bude krajnji domet i banaka u Srbiji, pored ostalih proizvoda koje nude.

Uvod

Nema sumnje da je pojava investicionih fondova u Srbiji veliki i pozitivan pomak na našem tržištu kapitala. Željno smo ih iščekivali već dugi niz godina. Koliko vremena će biti potrebno da imamo situaciju da oni budu vrlo zastupljeni kao u razvijenim privredama sveta gde predstavljaju bitan deo finansijskog tržišta, ali i zemalja poput Hrvatske, Slovenije koje su nam mnogo bliže, barem geografski? Treba ukazati i na to da su u najrazvijenijim zemljama investicioni fondovi imali gubitke, pa čak je dolazilo i do potpunog bankrota. Kada su u pitanju zemlje u našem okruženju, uočljivo je da su mnoge zemlje donele

Dr Boris Siljković

zakone o investicionim fondovima pre nego što je to bio slučaj u Srbiji. Iz navedenog proizilazi i da iz tih razloga postoji veći broj fondova u zemljama u susedstvu. Zanimljivo je i to da fondovi zemalja u okruženju ulažu u hartije od vrednosti zemalja u svom okruženju. Hteli ili ne, u našim uslovima mora da prođe još barem nekoliko godina da naše stanovništvo shvati principe i ciljeve investiranja, a s druge strane stekne realnu sliku o prirodi i uspešnosti fondova. Zbog ovih okolnosti investicioni fondovi u Srbiji, u mnogim svojim aspektima se, još uvek, predstavljaju kao neka tajna ezoterična udruženja koja bi želela da se što manje zna u javnosti o njima. Sve u svemu ovu priliku na pravi način koriste banke u Srbiji, jer investicioni fondovi u Srbiji forsiraju, ima se utisak, neki izocionalistički model. Investicioni fondovi treba da privuku kapital i uštedevinu svakog čoveka. Sva ova i veliki broj nepomenutih pitanja govore o sistemima vrednosti, filozofiji života, edukovanosti, informisanosti, o državi, društvu u kome živimo itd. Sta kao pojedinci, kao zajednica činimo na tom planu; koliko smo svesni licne odgovornosti? Sta bismo mogli da preduzmemo? Sve ovo zaslužuje našu pažnju u nastavku rada.

1.Ostvareni dometi industrije otvorenih investicionih fondova u Srbiji i nekih zemalja regiona

Investicioni fondovi su vrlo zastupljeni u razvijenim privredama sveta, gde predstavljaju sastavni deo finansijskih tržišta. Neke od opštih karakteristika fondova su viša stopa prinosa od prinosa štednje u banci, jaka kontrola poslovanja fondova od strane državnih institucija bez garancija ulagačima, javnost portfolia i poslovanja, itd. Prosečna stopa prinosa investicionih fondova u razvijenim zemljama je od 8 do 15% godišnje. Uočljivi su veći prinosi na početku rada investicionih fondova, koji se kasnije blago smanjuju. Treba ukazati na to da su investicioni

fondovi i u nekim najrazvijenijim zemljama ponekad imali gubitke pa čak dolazili i do potpunog bankrota.

Kada su u pitanju zemlje u našem okruženju uočljivo je da su mnoge zemlje u našem okruženju donele zakone o investicionim fondovima pre nego što je to bio slučaj u Srbiji koja je isti donela decembra 2006. (Hrvatska 1995., Bosna i Hercegovina početak 2000., Crna Gora je rad privatizacionih fondova regulisala zakonom još 1999., Češka svoje poslovanje menadžment kompanija uređuje Zakonom o investicionim fondovima iz 1992., Slovenija je usvojila Zakon o investicionim fondovima i menadžment kompanijama 1. januara 1995, itd.). Iz navedenog proizilazi i uglavnom veći broj fondova zemalja u susedstvu. Hrvatska, koja prednjači u ovom segmentu finansijskih tržišta, ima čak 64 otvorenih investicionih fondova sa ukupnom imovinom od oko 3,5 do 4 milijarde evra avgusta 2007. što čini čak 10 odsto BDP Hrvatske. Zanimljivo je i to da fondovi zemalja u okruženju vrlo često ulažu u hartije u vrednosti zemalja u svom okruženju. Značajan deo sredstava hrvatskih fondova je angažovan u srpskoj privredi. Obzirom na vrlo liberalan zakon o investicionim fondovima u Crnoj Gori i nejaku privredu u ovoj zemlji, za očekivati je ulaganja u znatno većem opsegu u Srbiji nego do sada kroz otvaranje otvorenih društava kapitalom okolnih zemalja. Na kraju za očekivati je u Srbiji za nekoliko godina sličan model Hrvatskom kroz ekspanziju investicionih fondova Napomenimo da 2007. godine čak 80 odsto fondovske industrije u Hrvatskoj drže banke.

U uslovima kakvi vladaju u Srbiji narod tek treba da krene da razmišlja u drugom pravcu, dakle tek onda kada shvati principe i ciljeve investiranja, a s druge strane stekne realnu sliku o prirodi i uspešnosti fondova. Realno gledano ono što mi vidimo kao investitori jeste vrednost investicione jedinice i ništa više. Niti znamo gde se pare ulažu, niti kako se zaista obračunava

Dr Boris Siljković

vrednost investicione jedinice, ko kontroliše tu vrednost i da li država (Komisija za hartije od vrednosti) zaista radi svoj posao, ko kontroliše kontrolore, ... ima tu i dalje puno nepoznanica a nijedan fond se do sada nije potrudio da nam to smisleno objasni nego svi prepisuju prezentacije jedni od drugih. Investicioni fondovi u Srbiji, čini se, nedovoljno su zainteresovani da svest o njima uđe u šire slojeve stanovništva. Vrlo je mali broj promotivnih istupa IF u medijima. Agresivan marketing je možda glavni razlog zašto banke u Srbiji ubiraju toliku štednju. Svi IF bi trebalo da porade na marketingu kako bi privukli veći broj ulagača. Po našem skromnom mišljenju mi ćemo ipak znati gde smo za otprilike pet godina. Zbog ovih okolnosti naša preporuka je investirati, naravno ako imamo novca. U našim uslovima u uslovima oskudnosti novčanih sredstava većinskog stanovništva treba da važi pravilo da deo novca uložite u zapise NBS, deo u investicione fondove i deo na berzu, i to u akcije dugoročno dobrih preduzeća.

Tabela 1. Prosečne zarade građana Srbije, JIE i EMU polovinom 2007. godine

Zemlja	Prosečna zarada
Slovenija	1157 evra
Hrvatska	844 evra
Srbija	346 evra
Crna Gora	329 evra
Makedonija	301 evra
Bosna i Hercegovina	234 evra
Rumunija	302 evra
Bugarska	202 evra
EMU	2.599 evra

Izvor: Nikolić, G.: (2007), *Prosečne zarade Srbije, JIE i EMU*, Podaci dostupni na sajtu <http://www.nspm.org.yu/ekonomskapolitika/2007>

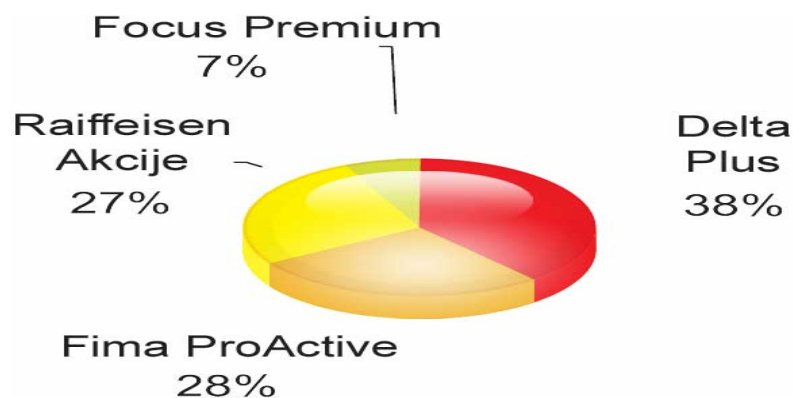
Procenjuje se da je oko četiri odsto zaposlenih u Srbiji čulo za investicione fondove, a da oko pet odsto populacije smatra da je

bilo kakvo investiranje na duži rok opasno. Nešto više od jedan odsto zna kako fondovi funkcionišu, a više od 90 odsto populacije želi da zna šta su investicioni fondovi. Najveći broj njih, više od polovine, smatra da je najbolje ulagati u nekretnine. Slede biznis usluge, investicioni fondovi i životno osiguranje od oko 35 procenata. Građani u Srbiji koji u ovom trenutku činjenica je nemaju mnogo novca, ipak treba da ulažu u investicione fondove. Fondovi su namenjeni za one koji žele da investiraju na tržište kapitala, a koji nemaju dovoljno vremena ni znanja da investiraju na berzi. Drugo, investicioni fondovi su za ljude koji imaju dovoljno sredstva za život, ali i ušteđevinu koju žele da investiraju i eventualno da zarade uz određene rizike. Uostalom fondovi su i za investitore koji mogu da prihvate privremeni pad vrednosti uloga.

U Srbiji trenutno posluje četiri otvorena investiciona fonda. Od marta 2007. godine kad je osnovan prvi fond oko pet hiljada građana (iz Srbije ali i drugih zemalja) upravo je njima poverilo 55 -60 miliona evra. Prvi fond koji je osnovan je Deltin fond koji je za prvih mesec i po dana "odbacio" 20 odsto prinosa. Do sredine avgustu 2007. godine Deltin fond je "odbacio" ukupnu dobit od 40 odsto. Ko je, dakle, na početku kupio 100 investicionih jedinica u Delta fondu po početnoj ceni od 1000 dinara, krajem septembra 2007. mogao je da ih proda za 139.000 dinara, ili da zaradi, bez transakcionih troškova oko 39 hiljada dinara. Da je isti novac položio na štednju u banku, u evrima, za godinu dana mogao je da zaradi tek šest do sedam hiljada dinara. Drugi investicioni fond Fima ProActiv, za samo tri meseca (osnovan je u maju 2007.), "odbacio" je profit od oko 10 procenata. Praktično, na uloženih 100 hiljada dinara, svi investitori za tri meseca mogli su da zarade oko 10 hiljada dinara, za koliko bi u banci u Srbiji novac morali da drže blizu dve godine.

Dr Boris Siljković

Neka razmišljanja od strane ljudi profesionalaca koji su uključeni u investicione fondove u Srbiji, je da ovde ima prostora za čak 40-tak investicionih fondova. Važno je i pojasniti da ako se deset hiljada evra oroči u banci, sa kamatnom stopom od četiri do pet odsto aktuelnom u bankama Srbije krajem 2007. za udvostručenje uloga potrebno je čak 18 godina!



Slika 1. Udeo investicionih fondova u Srbiji 15. novembra 2007.

Uporedimo li ukupnu imovinu i sredstva na štednim računima jasno je da građani Srbije krajem 2007. godine novac još uvek drže u bankama. Poređenja radi u istom vremenskom periodu u Hrvatskoj ukupna imovina 75 otvorenih fondova iznosi 4,02 milijarde evra, dok je ukupna štednja u bankama pet puta veća (19,4 milijarde evra na kraju 2006. godine). Prosečan godišnji prinos hrvatskih fondova je između 30 i 40 procenata. U Hrvatskoj fondovi su stari od nekoliko meseci pa do 7-8 godina (u Srbiji iskustvo sa otvorenim investicionim fondovima je tek 10 meseci). U Hrvatskoj se banke javljaju kao glavni učesnici na tržištu kapitala, jer su one vlasnici društava za upravljanje investicionih i penzionih fondova (u zemlji EU Sloveniji, koja je početkom 2000. godine u fondovima imala 60 miliona evra, danas ima 1,92 milijardi evra pod upravljanjem u fondovima). Ukratko, iskustva drugih zemalja su jako dobra, pokazalo se da

Stanje i perspektive inovacionih
fondova u Srbiji i zemljama okruženja

koristi imaju svi u trouglu - investitori – upravljačka društva – emiteri, a podatak da investicioni fondovi učestvuju sa 60 odsto u GDP u evro zoni u 2007. godini, više je nego impresivan i najbolje pokazuje značaj, ulogu i koliki je potencijal za razvoj finansijskog tržišta.

Tabela 2. Odnos između ukupne štednje građana i imovine otvorenih investicionih fondova septembra 2007. u Srbiji¹

Štednja u bankama	Imovina otvorenih inv. fondova
4,3 milijarde evra	Oko 60 miliona evra

Izvor: www.nbs.co.yu

Od pomenutih 4,3 milijarde evra u Srbiji više od 96 odsto je u devizama, što pokazuje da građani više veruju devizama nego dinarima. Na štednju u dinarima investitori u Srbiji u bankama na godišnjem novou u 2007. imaju kamatu koja se kreće između 11 i 15 odsto. Na uloženi 80 hiljada dinara i oročeni na godinu dana, od banke se može dobiti između 8.800 i 12 hiljada dinara. S druge strane za oročenu štednju u evrima je od 3,5 do 5 odsto, što znači da investitori na hiljadu evra, godišnje mogu maksimalno da dobiju 50 evra (od čega se oduzima porez). To potvrđuje i podatak kod lidera štednje u bankarstvu Srbije, gde septembra 2007. godine u Komercijalnoj banci više od 750 miliona evra štede građani Srbije. Svega tri odsto štediša banke veruje dinarima, a 97 odsto štedi u evrima.

Ovakvo stanje govori da su naše štediša ipak malo konzervativnije i više žele siguran i stabilan prinos, nego

¹ Napomena: Treba napomenuti da ova četiri fonda imaju 7.000 klijenata, a od tog broja 95 do 97 odsto su fizička lica.

Dr Boris Siljković

neizvesnost koja može da im donese veću dobit. Pored toga građani u Srbiji su svesni da štednja u dinarima nosi inflatorni i valutni rizik.² Uostalom ulaganje u investicione fondove ipak treba posmatrati kao dugoročno ulaganje. Kada je u pitanju kratak rok, investicioni fondovi nisu dobro rešenje, zbog kratkoročnih fluktuacija cena investicionih jedinica. Oni koji se bave plasiranjem novca kažu da investiciona odluka zavisi pre svega od ličnog afiniteta ulagača, ali i od toga sa koliko novca raspolaže i koliku dobit očekuje. Ključna stvar, međutim, jeste koliko je neko spreman da rizikuje, s obzirom da na finansijskom tržištu važi pravilo: dobit je veća što je ulaganje rizičnije. Nije dobro ako ceo finansijski sistem počiva samo na bankama kao u Srbiji, jer ukoliko dođe do nekih poremećaja, onda su bankari mnogo oštriji u proceni kreditnih rizika, mogu da zatvore svoje kanale, tako da to može da izazove velike probleme u finansijskom sistemu.³

² Inflacija u Srbiji novembra 2007. je najveća u regionu: Srbija 8,7%, Makedonija 2%, Crna Gora 3%, Bosna i Hercegovina 2,5%, Hrvatska 2,3% i Slovenija 3,2%. Rast BDP u zemljama regiona izgleda ovako: Srbija 6%, Makedonija 5%, Crna Gora 4%, BiH 5,8%, Hrvatska 5,6% i Slovenija 5,4%. *Podaci o inflaciji i BDP u zemljama regiona i Srbiji iz novembra 2007.* preuzeti sa sajta www.rzss.co.yu. Beograd.

³ Ako se posmatra segment ulaganja kroz dobrovoljne penzione fondove krajem 2007. godine kao oblik ulaganja predstavnici svih sedam dobrovoljnih penzijskih fondova koji posluju na našem tržištu, složili su se da bi trebalo da dođe do liberalizacije sistema plasmana sredstava dok se na berzi ne pojave još neki proizvodi atraktivni za ulaganje (municipalne obveznice, veći broj firmi na A listingu...). Dobrovoljni penzijski fondovi u Srbiji imaju oko 150.000 članova i prikupljena sredstva su suviše mala da bi ih uložili u nekretnine ili na tržišta u inostranstvu. Vremenom će se prikupljena sredstva uvećavati i onda će fondovi sigurno iskoristiti mogućnost ulaganja u nekretnine i inostranstvo. Prednosti ulaganja u dobrovoljne penzijske fondove je da član nema obaveze prema fondu, sredstva izdvaja na individualni račun i ne mora da ih uplaćuje u kontinuitetu. Posle određenog vremena novac može podići u celokupnom iznosu ili na obroke. *Ograničen plasman sredstava koči razvoj dobrovoljnih penzijskih fondova.* Podaci preuzeti sa sajta www.investicioni.fondovi.com, Beograd, decembar 2007.

Tabela 3. Zarade u investicione fondove početkom 2006. godine pojedinih zemalja centralne i istočne Evrope

Zemlja	Zarada-prinos na 12 meseci
Slovenija	20%
Mađarska	32%
Češka	28%
Poljska	44%

Izvor : Sektor za istraživanje i bankarstvo PKS, Beograd, 2007.

2. Razvojne perspektive investicionih fondova u Srbiji

Perspektiva i budućnost investicionih fondova u Srbiji je da se akcije nude građanima preko bankarskih šaltera, a to se upravo dešava u Rajfajzen banci koja nude investicione jedinice "Rajfajzen akcije" investicionog fonda, "Fima investa" investicionog fonda čije se akcije mogu kupiti u poslovnim jedinicama "Volks banke" i "Metals banke", kao i investicione jedinice "Delta investmenta" koji se mogu kupiti u ekspoziturama "Univerzal banke". 2007. godine broj otvorenih investicionih fondova u Srbiji je sedam pored četiri navedena a za nekoliko godina taj broj bi mogao biti dvocifren. Većina šaltera banaka će poslužiti kao mesto za pružanje usluga dobrovoljnih penzionih fondova i za prodaju investicionih jedinica investicionih fondova. Sinergija sa bankom je svuda u svetu trend pa će tako biti i kod nas jer će građani u perspektivi, sve ove poslove moći da završe na šalterima banaka a tako će se razviti investiciono bankarstvo po zapadnim kriterijumima u pravom smislu te reči.⁴ Centralizacija i konsolidacija

⁴ Kombinacija hartija od vrednosti koji investitor ima u svom portfoliju, biće isplativa ako ukupni rizik bude smanjen, tako da bude manji od prosečnog rizika hartija od kojih se sastoji. Ovaj metod umanjenja rizika investiranjem

Dr Boris Siljković

bankarskog sektora dešava se u celom svetu, pa i kod nas. Stvaraju se finansijski konglomerati koji objedinjuju sem bankarskih poslova i osiguranje, lizing i investicione fondove.

U bankarstvu, kao i u drugim oblastima, važan je obim – što veće tržište imaš, veći si igrač i imaš bolje poslovne performanse. Kada je tranzicija počela, u Srbiji je bilo 60 banaka, a pre toga čak 105, danas 2007. godine ih ima 36. Isto tako banke u svetu sve više postaju finansijski supermarketi, tako klijenti, pored tradicionalnih usluga, na primer kredita, mogu da dobiju kompletan finansijski servis na jednom mestu. Sosijete ženeral Serbia benk, Vojvođanska, HVB i Hipo Alpe Adrija banka su četiri bankarske kuće u Srbiji koje su dosad od Komisije za hartije od vrednosti u prvoj polovini 2007. godine dobile dozvolu za obavljanje kastodi poslova, to jest svih poslova sa hartijama od vrednosti za račun njihovih klijenata-čuvanja, plasiranja i sl.

Perspektivu razvoja investicionih fondova u Srbiji vidimo i kroz nekretninske fondove koji predstavljaju posebnu vrstu investicionih fondova koji najveći deo imovine svojih ulagača ulažu u nekretnine i projekte vezane za nekretnine. Iz ovoga se da izvesti zaključak da ukoliko deo novca odlučite da oročite u banci (što je sigurnije) ili uložite u nekretnine, a deo novca želite da investirate, imate prosečno znanje o investiranju i spremni ste na nešto veći rizik, te sa sumom novca želite maksimalan profit samostalno investiranje je bolje za vas. Ukoliko veću sumu novca želite da uložite uz manji rizik, ne želite veći rast od rasta indexa Belex i nemate mnogo vremena i /ili znanja za investiranje onda je bolje da investirate u IF. Naravno i tu predlažemo diversifikaciju. Kod investicionih fondova je mnogo veći rizik ali naravno u skladu sa većim rizikom veći su u

u različite hartije je diversifikacija i osnova je portfolio teorije. Stevanović, V. (1992), s. 22.

prihodi.....iskustvo iz Hrvatske, Slovenije je da IF fondovi rastu do 4- 5 godina, u toku tih godina rast godisnje 30-40% i onda je period stagnacije.....dakle sada je pravo vreme ulagati u IF u Srbiji (naravno ako imamo sredstava koja nam neće biti preko potrebna 1-2godine).⁵

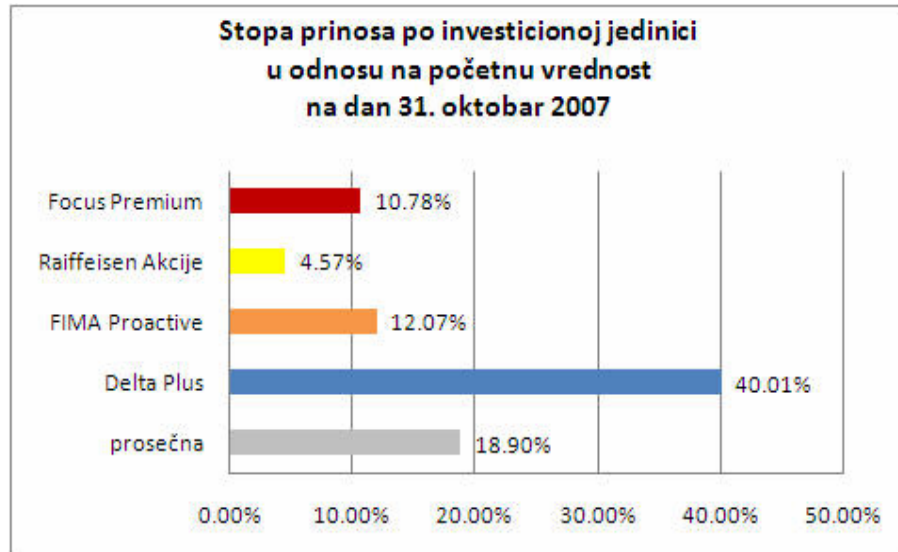
Kao preduslov za isplativo ulaganje na organizovanim berzama svih institucionalnih investitora pa i investicionih fondova u Srbiji je velika ponuda različitih vrijednosnih papira, koja investitorima daje mogućnost kvalitetnog izbora i osmišljanja sistematiziranog ulaganja. Iz tog ugla u Srbiji je rizik još uvek veći i za investicione fondove s obzirom na to da postoji relativno mali broj aktivnih akcija-deonica, a „kultura“ trgovanja obveznicama još nije dovoljno razvijena. Srbija će ubrzo postati deo globalnog tržišta te srpski menadžeri i u investicionim fondovima moraju prihvatiti globalizaciju i moraju prestati da joj se opiru. Ukoliko se želi pridružiti Evropskoj uniji, Srbija mora konsolidovati regulatorno - pravni okvir, povećati transparentnost tržišta i ponudu kroz privatizaciju „blue chip“ kompanija, velikih i sigurnih kompanija, sa stabilnom cenom akcija. Potreban je, takođe, dalji razvoj tržišta dugovnih finansijskih agregata poput obveznica. Tu bi vlada trebalo da odigra značajnu ulogu kroz izdavanje regularnih obveznica s različitim dospećem, koje bi finansijskom tržištu generisale optimalnu količinu prihoda. Takav model ključan je za razvoj tržišta akcija, a može se primeniti i na tržište svih ostalih vrednosnih hartija, gde bi svoje mesto i ulogu našli i investicioni fondovi.

⁵ Perspektive investicionih fondova u zemljama u tranziciji su potencijalno vrlo velike. U zemljama u tranziciji fondovi bi trebalo da oduzimaju deo tržišta oročene štednje kod komercijalnih banaka. One sitnim investitorima nude potencijalno veće prinose uz likvidnost, što treba da bude dovoljan garant njihove atraktivnosti u odnosu na banke. Videti detaljnije u knjizi Šoškić, D. (2006), s. 403-404.

Dr Boris Siljković

Na osnovu dosadašnjih rezultata ispada da su investicioni fondovi najbolje mesto na koje treba uložiti pare.⁶ Prinosi na ulog su veći nego što bi većina građana uspela da ostvari sopstvenom kupovinom akcija na berzi, a poređenje sa bankama da i ne pominjemo. Pri tom i berzanski stručnjaci malim ulagačima savetuju da umesto sopstvenog investiranja na berzi ulažu u investicione fondove.

⁶ Investicioni fondovi u većini razvijenih privreda javljaju se kao najpogodniji oblik mobilizacije kapitala, ali i kao velika konkurencija bankama. Fondovi se osnivaju kao akcionarska društva ili kao javno pravni subjekti. Osnivači investicionih fondova su privredni subjekti vlasnici kapitala, drugi vlasnici kapitala, a to može biti i država. Investicioni fondovi mogu imati zatvoren ili otvoren oblik. Zatvoren tip investicionog fonda imamo kada vlasnici akcija fonda mogu slobodno da ih prodaju na sekundarnom tržištu kapitala. Investicioni fondovi otvorenog tipa osnivaju se na isti način –akcionarstvo s tim da vlasnici akcija mogu da ih prodaju direktno i drugim fondovima, čime mogu povlačiti kapital uloženi u određeni investicioni fond. Investicioni fondovi mogu biti osnovani i od strane države što je čest slučaj u nerazvijenim privredama. Osnovni ciljevi osnivanja investicionog fonda su: lakše dolaženje do malih sitnih štediša; osiguravanje visokog stepena sigurnosti investitorima za uloženi kapital, a često i sasvim određeni projekti za koje se prikuplja kapital. Videti detaljnije u knjizi (Komazec i Ristić, (2000), s. 186 – 187).



Slika 2. Stopa prinosa investicionih fondova u Srbiji 31 oktobra 2007.

Zasad sve izgleda idealno, ali potrebna su i neka upozorenja. Niko ne garantuje da investicione jedinice neće gubiti na vrednosti. Dnevni izveštaji pokazuju da se to događa sa sva četiri investiciona fonda, ali kod sva četiri se kasnije ti dnevni gubici nadoknade i premaše kasnijim dobitima. Da li će se taj trend nastaviti niko pouzdano ne može da kaže. Princip u berzanskom poslovanju je da što je veći rizik veći su i dobiti, ali veliki rizik može da donese i velike gubitke. Odluku zato treba dobro odvagati. U Srbiji još nije zaboravljena praksa piramidalne štednje u Dafiment banci i Jugoskandiku. Kamate su bile tolike da vam se zavrti u glavi, ali je veoma malo onih koji su te vrtoglavo visoke kamate uspeali i da naplate. Može li priča sa Jezdom i Dafinom da se ponovi i sa investicionim fondovima?

Nema sumnje da su uslovi danas drugačiji nego kada su su poslovali Jezda i Dafina. Drugačiji je i pravni okvir za ovakvo poslovanje. Postoji zakon o investicionim fondovima koji striktno

Dr Boris Siljković

propisuje gde se kako mogu ulagati pare fondova. Uprkos tome apsolutna sigurnost za pare uložene u investicione fondove ne postoji. Iznos koji ste uložili može i da se smanji ne samo u sitnim nego u vrlo krupnim iznosima i procentima. I u najrazvijenijim zemljama bio je dosad popriličan broj afera sa zloupotrebom i nenamenskim trošenjem para u investicionim fondovima. Trebalo bi da to imaju u vidu i ulagači, ali i država. Narodna banka i finansijska policija mogli bi već sada da temeljno prokontrolišu poslovanje investicionih fondova. Bilo bi to korisno i za ulagače i za državu, a u krajnjoj liniji i za investicione fondove.

3. Investicioni fondovi - neke preporuke

Investicioni fondovi ("mutual funds" kako se zovu u Americi) su, posle banaka, jedna od najpopularnijih metod štednje.⁷ Pojedinci, umesto da kupuju akcije pojedinačnih firmi, sto je vrlo riskantno i trazi veliko znanje, ulažu u skup akcija - investicioni fond. Jedan investicioni fond može da ima akcije i po više stotina različitih firmi. Na taj način rizik se umanjuje jer pad jedne ili više akcija ne mora da znači mnogo u ukupnom paketu. Investicioni fondovi imaju svoje menadžere i timove koji kupuju i prodaju akcije. Obično je minimum oko \$3000 da se uloži u jedan fond u Americi. Zarada zavisi od fonda i spremnosti da rizikuješ. Treba naravno videti i koliki su troškovi fonda. To je novac koji ti fond uzima za svoje usluge. Fondovi obično ne uzimaju više od 1 do 2%. Ovde se još pominju indeksirani

⁷ Krajem 90 tih aktiva investicionih fondova u SAD-u je porasla za više od 12 puta u odnosu na 1980. godinu. U članstvu ICI-a 2005. godine nalazi se oko 8500 investicionih fondova koji upravljaju aktivom od oko 9.500 milijardi USD. (Na zvaničnom sajtu instituta za investicione kompanije iz SAD-a mogu se naći ove informacije (<http://www.ici.org>, Investment Company Institute, (2005), s. 3-8).

Stanje i perspektive inovacionih
fondova u Srbiji i zemljama okruženja

fondovi. To su fondovi kojima se upravlja kompjuterski, i uvedeni su tokom 70-ih godina. Na primer, drže se akcije samo prvih 500 firmi na berzi i slicno. Oni imaju prednost da imaju vrlo niske troskove—obicno 0.1-0.5%.

Za ljude u Srbiji, verovatno bi bilo zanimljivo da znaju da postoje i index funds i EFT funds koji prate vrednost određenih segmenata privrede ili određenih sirovina i metala. Bice zanimljivo videti da li ce se to pojaviti u Srbiji u dogledno vreme. Recimo, ulaganje u GDX, zlatni index je bio vrlo unosna stvar zadnjih godinu, dve. Slicno je i za bakar, srebro, itd. Sve u svemu, razliku izmedju kocke i ulaganja bi definisali na jedan prost nacin: kockar svoj novac dobija i gubi u toku noći a investitor u toku decenije.

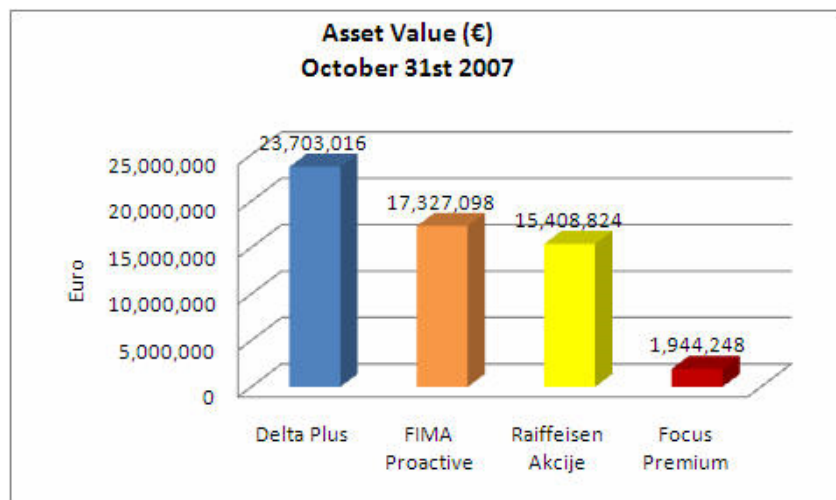
U Srbiji momentalno posluju četiri investiciona fonda a, kako se tržište kapitala kod nas bude širilo, izvesno je da će i njihov broj i uložena suma da raste. U svetu ove finansijske institucije upravljaju sa kapitalom od 20.000 milijardi evra, dok je od te sume u Evropi prikupljeno 8.000 milijardi. Kod nas u fondove ulaže 9.000 investitora a u njima se nalazi 60 miliona evra. Verovatno da bi u Srbiji ove brojke bile veće kada bi ljudi o tome više znali i kada bi zarade stanovništva bile veće.

Ovi fondovi su institucije kolektivnog investiranja koje su tako koncipirane da sigurnost i dobit budu maksimalni. Oni koji tu ulažu dobijaju jednostavan i brz način učešća na tržištu kapitala. Pored pojedinaca, koristi ima i celo društvo. Oni su vid štednje pa samim tim utiču na smanjenje inflacije, unapređuju korporativno upravljanje zbog permanentne kontrole rada menadžmenta. To su transparentne institucije koje promovišu zdravu konkurenciju i na finansijsko tržište donose nove usluge kao što su kustodi bankarstvo, usluge investicionog savetnika, kvalitetnu reviziju. Ipak nije sve idealno, pa u lošije strane

Dr Boris Siljković

spada to da njihovi nalozi mogu izazvati velike potrese na tržištu. Zbog globalizacije u ovoj oblasti sve ih je teže kontrolisati a nadoknade za njihove usluge nisu male i na tržištima u razvoju kao što je srpsko kreću se od 3 do 5 odsto.

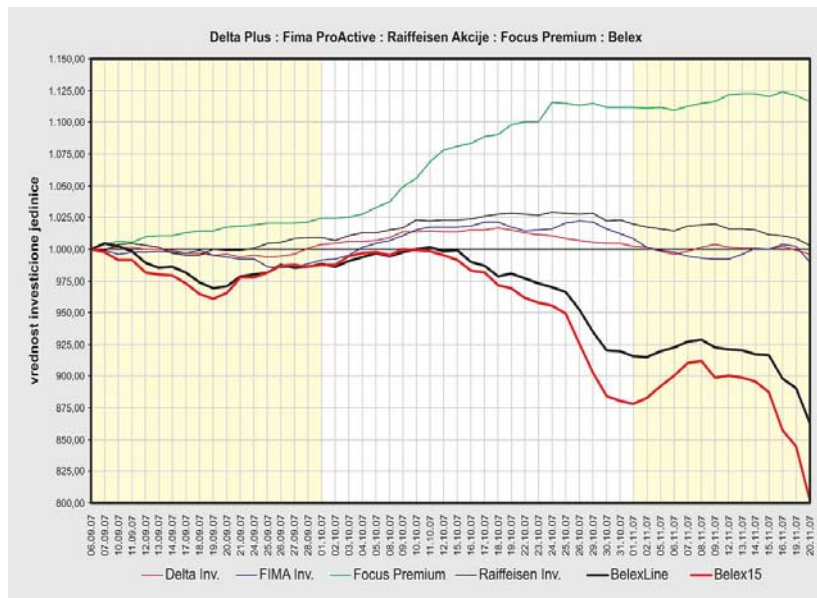
Oni koji žele da ulažu u srpske fondove treba da pogledaju jasnu računicu. Na štednju u banci dobiće kamate od 2 do 10 odsto godišnje, kod penzionih fondova to je 8 procenata, a kod investicionih 40 odsto. Penzionih fondova mogu da ulažu samo u poslove niskog rizika i zato je skor toliko u korist investicionih fondova. Jedno od istraživanja koje je radila Svetska banka govori da je Srbija sada u top pet mesta za ulaganje. To je životna prilika koju nikako ne treba propustiti. Uz to, očekujemo da se na berzama uskoro pojave javna preduzeća, što će samo doprineti da tržište bude življe i sa boljim mogućnostima zarade. Krajem prošle godine i početkom ove bio je za ulagače zanimljiv bankarski sektor a sada se težište premešta ka energetici. Za koji vid ulaganja će se neko odlučiti zavisi od toga kako je došao do novca koji ulaže, sume koju poverava fondu i životnom dobu.



Slika 3. Vrednost imovine četiri fonda u Srbiji u evrima na dan 31.10. 2007.

Kao preporuka sa terena ako govorimo jezikom matematike kod investicionih fondova novembra 2007. godine to izgleda ovako: $20.000 - 2\% - \text{troškovi provizije ulaska u fond} = 19.600$. Neka rast fonda u proseku bude 15% za godinu dana $19.600 \cdot 1.15 = 22.540$. Prodajom investicionih jedinica 1% -izlazna naknada $22.540 \cdot 0.01 = 225.40$ = 22314.60. Znacni dobit je 2314.60 sa rizikom (Ako ovde oduzmemo i 3% za cuvanje, onda znaci da bi fondovi morali minimalno da rastu 25% godisnje da bi se investicija isplatila). U bankama Srbije "u nedelji stednje" oktobra 2007. godine se dobijalo 9% na godinu dana, znaci 1800.- bez rizika. Na osnovu ovoga odlucite sami – to je preporuka.

Kada je reč o investicionim fondovima, pre svega treba imati u vidu da su oni namenjeni ulagačima koji preferiraju dugoročni vid ulaganja. Optimalno ulaganje je tri do pet godina. dok su visoka kolebanja cena hartija na berzi uglavnom posledica kratkoročnih fluktuacija i sezonskih tendencija. U tom svetlu postojeći i potencijalni članovi fonda treba da posmatraju svoja ulaganja. Zbog nerazvijenog tržišta korporativnih obveznica, investirano je u kupovinu obveznica stare devizne štednje, nominiranih u evrima. Ove obveznice predstavljaju bezrizično ulaganje sa efektivnim godišnjim prinosom od oko 5,5 odsto. Kurs evra do sada se kretao u suprotnom smeru od kretanja berzanskih indeksa, tako da je pad cena akcija na berzi prethodnih dana značajno ublažen rastom kursa evra.



Slika 4. Investicioni fondovi u Srbiji "pobeduju" tržište

Šta je onda realnost u Srbiji danas u tom pogledu? Iste te banke sa tim deviznim parama koje dobiju od sektora stanovništva na štednju od kojih je više od 40 posto na duži rok od šest meseci, delom-barem polovinu ulažu i u hartije. Banke funkcionišu kao investicioni fondovi kod nas jer jevtino pokupuju hartije (i IJ, zašto da ne) i okrenu ih, pa zarade i 3% za 1 mesec a štediši daju 0,79%...malo li je! Treba zapamtiti ovaj momenat pa pratiti da li će se ponoviti iduće godine pred "nedelju štednje", ima li boljeg načina da se jednim udarcem jevtino preuzmu hartije. Kod nas banke više rade kao investicioni fondovi nego što se bave klasičnim bankarstvom. Kupiti akcije neke banke u Srbiji je otprilike kao investicija u pola banke –pola IF. Neki kažu da više vole sigurnost, pa zato ulažu u banke. Bolje je kupovati akcije banaka, nego držati novac u toj banci. Ako banka dobro radi mnogo više ćemo zaraditi na akcijama nego od kamata. Ako banka propadne – onda nam je svejedno da li imamo njene akcije ili štedimo u njoj.

Ovo je inače preporuka investicionim fondovima i stanovništvu, gde ulagati u Srbiji. Sa aspekta sigurnosti u Srbiji, pošli bi od preporuke stanovništvu da jedan deo investira u investicione fondove, a drugi u banke. U banke jer je relativno siguran prinos, a u investicione fondove jer nose veći prinos ali veći i rizik. Uostalom, sve to ako imamo novca, a to je danas najveći problem u Srbiji, jer, stanovništvo nema dovoljno novca.

Pitamo se šta je najvažnije kod fonda?

1. Gde uložiti?
2. U Koji fond?
3. Porez na dobit?
4. Do kog iznosa ne treba poreklo novca?

U inostranstvu, van Srbije, fond treba da je fond rasta, ne balansirani i ne novčani. Pravi igraci koji ulazu veće svote, preko 10.000 ceo svoj novac će uvek uložiti u 2-3 fonda. Za recimo preko 25.000 će uložiti u 4-5 fondova, da bi smanjili rizik od bankrota. Najbolje da investiramo tamo gde kao strani drzavljanin ste oslobođeni plaćanja poreza i sl. To je pravilo u svetu. U svim evropskim državama ako nisi drzavljanin ne plaćaš porez kod njihove poreske uprave ali plaćaš (ako je potrebno) u svojoj. U potpunosti se slažemo da bi trebalo u Srbiji ukinuti porez na kapitalnu dobit koji je iznosio 20%, istina sa predlogom od strane naše ekonomske vlasti da on bude prepolovljen od početka 2008. godine, jer:

- svi u regionu ne poznaju takav porez,
- prihodi iz takvog poreza za budžet su minimalni i nerazumljivi,
- želja Srbije je da privuče što više stranih i domaćih investicija ali sa takvim porezom sigurno neće biti idealna destinacija.

Dr Boris Siljković

Ako posmatramo iskustvo u tom pogledu, vidimo da u Hrvatskoj, na primer, nema zakona o porezu na kapitalnu dobit. Fondovi postoje već par godina. Prinos je kod nekih velik zbog stanja na Zagrebačkoj berzi. Ljudi već veruju u taj način ulaganja i štednje. Postoji više od 70 fondova. Ako su pravili prinos do sada, ne znači da će ga i od sada, garancije nema. Slična situacija u pitanju poreza kojeg nema je i u Republici Srpskoj, Crnoj Gori...

Sa ekonomskog stručnog aspekta investicioni fondovi imaju smisao i satisfakciju samo u zemljama gde postoji respektabilna ponuda kvalitetnih hartija od vrednosti. Inače investicioni fondovi imaju smisao ako i u Srbiji bude više od 10 do 15 likvidnih akcija na berzanskom tržištu. Takođe i opštine, gradovi, država... bi trebale da emituju svoje hartije od vrednosti. Jednom rečju, danas, Beogradska berza je "pijaca" figurativno rečeno, gde investicioni fondovi nemaju materijala kojim bi se "igrali". Srpska specifičnost je i činjenica da je na berzi trenutno jako malo likvidnih i kvalitetnih hartija od vrednosti, mada se zvanično na njoj pojavljuje više od 1000 akcionarskih društava sa svojim akcijama. Ipak, najvažniji sadržaj svake pijace, pa i berze kao svojevrzne pijace hartija od vrednosti je asortiman i kvalitet robe u ponudi. Bez dobre ponude teško da će sve druge aktivnosti, bilo one edukativne ili inovativne u zakonodavno – pravnom ili tehničko tehnološkom pogledu, doprineti značajnijoj afirmaciji ovog segmenta finansijskog tržišta. 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. Sve zapravo zavisi od države od toga kako se ona bude opredelila prema značaju daljeg razvoja tržišta kapitala u narednih nekoliko godina.

Zaključak

Da smo tek na početku ispunjenja preduslova, standarda za priključenje Evropskoj Uniji za razvoj tržišta kapitala i na njemu investicionih fondova i koliko smo još daleko, pokazala je prethodna analiza. Sada kada su stvoreni uslovi za rad i razvoj investicionih fondovana nagoveštavaju se promene, gde bi mesto preko kupovine akcija javnih preduzeća našli i svoj interes i investicioni fondovi (prodaje 10-30 odsto akcija javnih kompanija prvenstveno Telekomu Srbije i to već 2008. godine i EPS-a, ali kasnije tek 2010. godine putem berze). Ako ne bude tako, fondovi neće imati u šta da plasiraju prikupljeni novac u Srbiji pa će u oskudnosti kapitala u našoj zemlji doći do paradoksa da se on iznosi iz zemlje i plasira u strane hartije kao što se danas dešava vrlo često. Istina, uz opasku da sama imovina od 60 miliona evra sa kojima raspolažu srpski otvoreni fondovi novembra 2007. godine je veoma mala i nije realno dovoljno respektabilna za značajnije potrebe i značaj na tržištu kapitala Srbije kakvi bi mi želeli.

Uostalom, nadamo se da smo ovom analizom makar malo pomogli u prikazu na koji način se treba organizovati na berzi, kako bi investicioni fondovi i ostali investitori imali ulogu i značaj kakvu imaju na tržištima koja su upravo na kraju ili su vrlo skoro prošla period tranzicije.

REFERENCE

1. Komazec Slobodan, Ristić Života, Tržište novca i kapitala, Beograd, 2000.
2. Nikolić Goran, Prosečne zarade Srbije, JIE i EMU, Podaci dostupni na sajtu <http://www.nspm.org.yu/ekonomskapolitika/2007>, Beograd, 2007.
3. Na zvaničnom sajtu instituta za investicione kompanije iz SAD-a mogu se naći informacije o investicionim kompanijama u SAD-u <http://www.ici.org>, Investment Company Institute, Vašington, 2005
4. Odnos između ukupne štednje građana i imovine otvorenih investicionih fondova septembra 2007. u Srbiji, Podaci preuzeti sa sajta www.nbs.co.yu, Beograd 2007.
5. Ograničen plasman sredstava koči razvoj dobrovoljnih penzijskih fondova., Podaci preuzeti sa sajta www.investicionifondovi.com, Beograd, decembar 2007
6. Podaci o inflaciji i BDP u zemljama regiona i Srbiji iz novembra 2007. Informacije preuzete sa sajta www.rzss.co.yu. Beograd. 2007.
7. Zarade u investicione fondove početkom 2006. godine pojedinih zemalja centralne i istočne Evrope, Sektor za istraživanje i bankarstvo PKS, Beograd, 2007.
8. Stevanović Vladimir, Rizik hartija od vrednosti, Berza-br. 11, Beograd, 1992.
9. Šoškić, B. Dejan, Hartije od vrednosti upravljanje portfoliom i investicioni fondovi, Centar za izdavačku delatnost ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2006.

Stanje i perspektive inovacionih
fondova u Srbiji i zemljama okruženja

STATE AND PERSPECTIVE OF INVESTMENT FUNDS IN SERBIA AND SURROUNDING COUNTRIES

Boris Siljković, PhD
Health Center Kosovska Mitrovica
Anri Dinana No. 10
(boris_siljkovic@zahoo.com)

Abstract: The aim of the work is to point that investment funds in the countries of transition accelerated the process of transition. Using various experiences this work shows which role the investment funds have in the countries of the region. That means that our country is going to have wider engagement of the investment funds and lot of other things which have to be repaired. This research project had the mission to execute the identification of the barriers toward changes concerning wider development of the investment funds in republic of Serbia This is how we get a base for the development of investment banking in Serbia according to western criteria which has to be the final range of the banks in Serbia, beside the other products they offer.