

POJEDINAČNI ULAGAČI U REPUBLICI SRBIJI I INVESTICIONI FONDOVI – FAKTORI KOJI IH RAZDVAJAJU¹

Damir Marković,
Republički fond za zdravstveno osiguranje, Srbija

Rezime. Svaki građanin u Republici Srbiji ima pred sobom još jednu mogućnost za ulaganje i uvećanje svojih prihoda – investicione fondove. Prvi fondovi su svoje poslovanje započeli ubrzo nakon usvajanja Zakona o investicionim fondovima 2006. godine kada je i pravno formalno omogućeno njihovo osnivanje i poslovanje. Početne godine u poslovanju obeležili su negativni uticaji koji su bili posledica velike krize na svetskim tržištima. Glavni razlozi koji ograničavaju veće ulaganje pojedinačnih ulagača u investicione fondove jesu nizak standard i finansijski status građana u Srbiji, nerazvijena nacionalna ekonomija, nerazvijeno finansijsko tržište, a posledično tome i niski i zanemarljivi prihodi investicionih fondova.

Ključne reči: ulagači, fondovi, tržište, prihodi

1. UVOD

Investicioni fondovi kao relativno novi subjekt na finansijskom tržištu Republike Srbije ni posle deset godina od usvajanja Zakona o investicionim fondovima nisu uspeli da privuku značajniji obim sredstva od pojedinačnih ulagača u Srbiji.

Spektar raznovrsnih faktora i njihova isprepletenost uticali su da se ovaj period poslovanja fondova može okarakterisati trendovima stagnacije, simboličnih prinosa koje su ostvarili ulagači, a kao najnaglašeniju crtu poslovanja možemo navesti gubitak u odnosu na prvobitno uložena sredstva pojedinačnih ulagača.

¹ *Stručni rad, primljen u redakciju: 14.05.2016., prihvaćen za objavljivanje: 19.06.2016*

2. Početak poslovanja investicionih fondova

Zakasnelo usvajanje Zakona o investicionim fondovima za državama iz regiona, kao osnovnog uslova za započinjanje poslovanja ovih institucionalnih investitora, ostavilo je pojedinačne ulagače u Srbiji uskraćene za mogućnost da se aktivno uključe u procese transformacije privrednog sistema. Povoljniji ekonomski trendovi koji su bili karakteristični za 2006. godinu, kada je usvojen Zakon i 2007. godinu kada su prvi fondovi započeli poslovanje, vrlo brzo su se promenili usled negativnih uticaja na finansijsko tržište koji su bili posledica velike krize na svetskim tržištima.

Veliki pad prometa, vrednosti imovine i povlačenje investitora i kapitala jesu okruženje u kojem su fondovi u Republici Srbiji započeli svoje poslovanje. U situaciji kad je vrednost svih indikatora na Beogradskoj berzi naglo padala i kada su beleženi istorijski minusi u vrednosti prometa i pada vrednosti pojedinačnih hartija od vrednosti, investicionim fondovima kao novim učesnicima na tržištu bilo je veoma teško da očuvaju vrednost prikupljene imovine. Pored ovih aktuelnih okolnosti koje su negativno uticale na početak poslovanja investicionih fondova u Republici Srbiji, još veći efekat na nerazvijeno poslovanje imalo je prethodno stanje ekonomskog i privrednog sistema. To je posebno otežavajuća okolnost koja je u startu bila velika prepreka efikasnom i bržem razvoju fondovske industrije. Privredni sistem koji nije konkurentan niti efikasan, koji počiva na zastarelim regulatornim okvirima ne može da stvori povoljno privredno okruženje, a samim tim i stvaranje uslova za veće prihode i rast standarda. U takvim uslovima pojedinačni ulagači nisu raspolagali sa znatnijim viškom prihoda koji bi mogli uložiti u npr. investicione fondove. Gubitak poverenja u finansijski sistem koje su ulagači u Srbiji imali u prethodnom periodu, takođe predstavlja prepreku povećanja ulaganja u fondove, jer su ulagači opravdano sumnjičavi strahujući za sudbinu svoje imovine.

Plitko finansijsko tržište i veoma mali promet na organizovanim finansijskim tržištima dodatni su teret koji od početka svog poslovanja u Srbiji moraju da prevaziđu investicioni fondovi.

3. Nizak standard i finansijski status pojedinačnih ulagača u Republici Srbiji

Razmatrajući sve faktore koji koji direktno ili indirektno utiču na povećanje ulaganja sredstava u poslovanje investicionih fondova, ne može se zanemariti činjenica da je upravo veoma nizak standard stanovništva

Pojedinačni ulagači u Republici Srbiji i investicioni fondovi
– faktori koji ih razdvajaju

osnovni ograničavajući faktor akumuliranja sredstava koja bi mogla biti uložena i u investicione fondove. Niske zarade su veoma ograničavajući faktor za dalje poslovanje investicionih fondova.

Veoma je teško očekivati veći priliv sredstava od pojedinačnih ulagača kada njihove zarade teško da mogu da pokriju i osnovne životne potrebe pojedinaca i njihovih porodica. Kada se tome pridoda visok stepen nezaposlenosti onda dolazimo do situacije da se i sa tim nedovoljnim zaradama izdržavaju višečlane porodice tako da viška sredstava za ulaganje ostaje malo ili u većini slučajeva i nema viška prihoda.

Kako se može videti iz sledeće tabele u kojoj su prikazani podaci o kretanju prosečne zarade u Republici Srbiji u periodu januar – septembar 2015. godine, prosečna zarada se kreće na nivou od 330 do 360 evra i ne može da predstavlja sigurnu osnovu za stvaranje viška prihoda.

Tabela 1. – Kretanje prosečne zarade u Republici Srbiji u periodu januar – septembar 2015.

Period	Neto iznos prosečne zarade (u dinarima)
Januar 2015. godine	39.285
Februar 2015. godine	42.749
Mart 2015. godine	43.121
April 2015. godine	45.605
Maj 2015. godine	43.964
Jun 2015. godine	44.583
Jul 2015. godine	45.601
Avgust 2015. godine	44.630
Septembar 2015. godine	43.925

Izvor: Republički zavod za statistiku, www.stat.gov.rs, datum pristupa: 24.11.2015.

Bez jačanja ekonomskog rasta, odnosno bruto domaćeg proizvoda teško je očekivati da će se stvarati višak vrednosti i prihoda kod pojedinačnih ulagača koji bi potencijalno mogao biti uložena za dalje ulaganje.

Međutim tu se takode nameće i činjenica da je u bankarskim depozitima deponovano više od 8 milijardi evra što predstavlja značajan kapital koji nije usmeren ka drugim institucionalnim investitorima. Razlog takvog

stanja je pre svega izuzetno bankocentrična struktura u kojoj banke upravljaju sa više od 90% celokupne imovine na finansijskom tržištu te je drugim investitorima veoma teško da presumere bar deo tog kapitala u svoje poslovanje.

Drugi razlozi takođe utiču da se ovaj kapital zadržava u bankarskim depozitima, a to su:

- nepoverenje građana u nove finansijske institucije (posledica lošeg iskustva u prošlosti sa finansijskim sektorom)
- siguran prinos na bankarske depozite, za razliku od ulaganja u fondove gde taj prinos nije zagarantovan i zavisi od uspešnosti ulaganja imovine
- niska kultura ulaganja u hartije od vrednosti, kao posledica dugoročnih strukturnih problema i nepostojanja mogućnosti za ulaganje u ovu vrstu aktive
- potpun izostanak informacija, saznanja i edukacije o poslovanju investicionih fondova sa aspekta najšireg sloja stanovništva

4. Nerazvijenost finansijskog tržišta

Kako je već navedeno pojedinačni ulagači ne ostvaruju dovoljan nivo prihoda za akumulaciju viška sredstava i eventualno dalje investiranje. Međutim na ovaj faktor se nadovezuju i drugi faktori koji stoje između investicionih fondova i pojedinačnih ulagača. Na slabe prinose fondova i na uopšte njihovo veoma skromno poslovanje najvećim delom utiče potpuna nerazvijenost finansijskog tržišta u Srbiji. Sadašnje stanje tržišta ne pogoduje razvoju ulaganja fondova, jer nema tolikog obima kvalitetnih finansijskih instrumenta koji bi bili predmet trgovine.

Prema izveštaju Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije o kretanju na tržištu hartija od vrednosti u 2014. godini strukturu vrednosti ukupno ostvarenog prometa (posmatrano prema mestu trgovine), najveći deo (99,5%) odnosio se na trgovinu finansijskim instrumentima na OTC tržištu (4.410,8 mlrd. dinara ili 37,9 mlrd. evra), dok se svega 0,5% odnosilo na trgovinu na regulisanom tržištu i MTP (20,2 mlrd. dinara. ili 173,3 mil. Evra).²

Podaci su veoma egzaktni i ukazuju na činjenicu da se skoro celokupna trgovina i promet hartijama od vrednosti odvijala na vanberzanskom

² Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti i kretanjima na tržištima kapitala u periodu januar-december 2014. godine, Komisija za HOV, broj 7/0-01-172/2-15 od 30.04.2015, s.73

Pojedinačni ulagači u Republici Srbiji i investicioni fondovi
– faktori koji ih razdvajaju

tržištu. To su uslovi u kojima ne možemo očekivati niti dalji razvoj finansijskog tržišta, niti rast imovine kojom će upravljati investicioni fondovi.

Jedan od pokazatelja (ne) razvijenosti finansijskog tržišta jesu i kretanja na berzi. Nerazvijenost finansijskog tržišta u Republici Srbiji se jasno može utvrditi iz kretanja na Beogradskoj berzi. U istraživanju koje će biti predstavljeno u narednom delu teksta analizirana su kretanja na organizovanom finansijskom tržištu. Osnovno polazište ovog istraživanja i analize jeste promet na Beogradskoj berzi kao jedan od osnovnih indikatora razvoja i stanja nacionalnog finansijskog tržišta.³

Prvi deo ove analize jeste kretanje ukupnog prometa na Beogradskoj berzi u periodu od pet godina, odnosno od 2009. godine do 2013. godine. Analizirani i upoređivani su podaci koji su prikazivali:

- ukupan promet u dinarima
- ukupan promet u evrima
- tržišnu kapitalizaciju

Podaci o ovim kretanjima su preuzeti sa zvaničnog veb sajta Beogradske berze, www.belex.rs i zvaničnim izveštajima postavljenim na ovom sajtu. U narednoj tabeli su prikazani podaci o prometu berze za period od 2009. godine do 2013. godine koji su prikupljeni sa zvaničnog veb sajta Beogradske berze. Tržišna kapitalizacija jedan od najvažnijih indikatora stanja na organizovanom tržištu, kao drugi indikatori kojima se beleži promet, pokazuje znatan pad na kraju posmatranog perioda u odnosu na sam početak posmatranog perioda.

Tabela 2: Promet na berzi

Godina	Ukupan promet u rsd	Ukupan promet u evrima	Tržišna kapitalizacija u rsd	Broj transakcija
2009	41.778.491.982	441.976.426	932.332.706.604	77.215
2010	23.017.197.757	222.475.934	933.465.974.978	725.550
2011	28.584.502.604	280.180.758	817.461.701.758	2.887.538
2012	24.988.496.333	219.765.752	776.195.053.684	483.013
2013	30.164.364.465	267.006.644	772.744.177.012	344.10

Izvor: www.belex.rs, datum pristupa: 28.01.2015.

³ Istraživanje i praćenje podatka o kretanjima na Beogradskoj berzi su urađena za potrebe izrade doktorske disertacije autora rada.

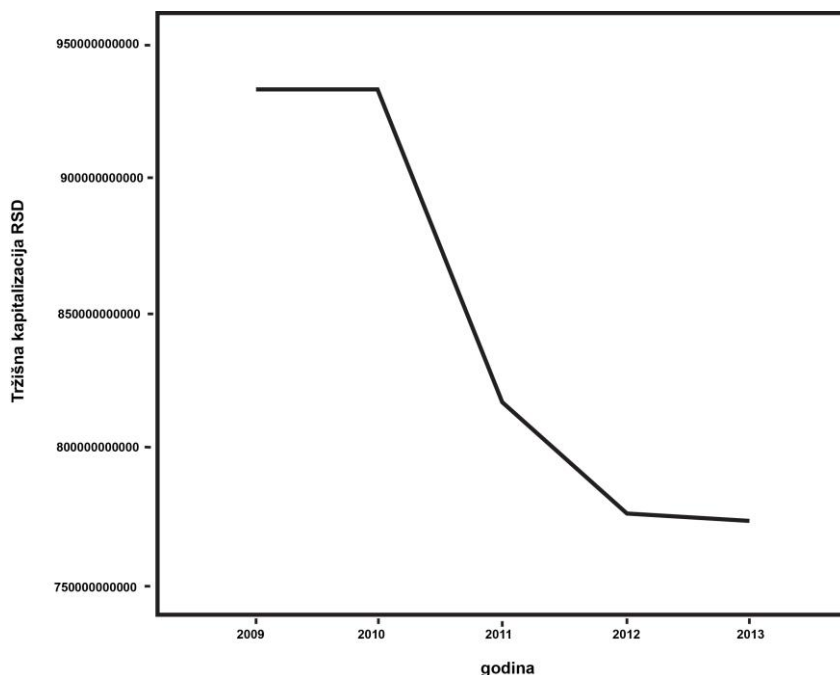
Kako je rečeno tržišna kapitalizacija je jedan od osnovnih indikatora koji pokazuje stanje na finansijskom tržištu, odnosno u ovom slučaju na organizovanom finansijskom tržištu – berzi. Nije bilo moguće očekivati veći rast prihoda i prinosa fondova u situaciji kada je tržišna kapitalizacija 2009. godine bila veća nego pet godina kasnije. Takođe i ukupan promet koji je za 40% manji nakon pet godina ukazuje na pad, stagnaciju i dalju nerazvijenost finansijskog tržišta.

Iz prikazanih podataka koji su dobijeni ovom analizom može se izvesti zaključak o istovremenom paralelizmu nerazvijenog finansijskog tržišta i niskog standarda i finansijskog položaja pojedinačnih ulagača što ukupno čini jedan sistem koji ni na koji način ne podstiče dalji pozitivan rast ulaganja u poslovanje investicionih fondova.

Ako je na Beogradskoj berzi u 2011. godini ukupan promet (iskazan u evrima) tri puta manji od prometa ostvarenog u 2001. godini, a šest puta manji od onog ostvarenog u 2007. godini, onda je i stagnacija prilično blaga reč za ono što se stvarno desilo poslednjih nekoliko godina. Ako se uz ovo napomene da na Beogradskoj berzi, i pored nekih najava, još uvek nije bilo nijedne inicijalne javne ponude akcija, koja se smatra referentnim indikatorom razvijenosti finansijskog tržišta, zaokružuje se prilično sumorna slika.⁴

⁴ Kapor, P., Tržište kapitala u Srbiji, Megatrend revija, Beograd, vol.9, broj 4, 2012, s. 62;

Pojedinačni ulagači u Republici Srbiji i investicioni fondovi – faktori koji ih razdvajaju



Slika 2: Tržišna kapitalizacija u periodu 2009. do 2013. godine

5. Niski prinosi investicionih fondova

Kako je napomenuto jedna od karakteristika poslovanja investicionih fondova u Srbiji od početka poslovanja do sad jesu veoma niski ili negativni prinosi koje ostvaruju ovi institucionalni investitori. Već je napomenuto koji to sve faktori utiču na ovakav poslovni rezultat, koji se u mnogome razlikuje od prinosa koje ostvaruju fondovi na razvijenim finansijskim tržištima i koji iznose i do 10%. Bez preokreta u pozitivnom smeru i rasta prinosa koje donosi poslovanje i ulaganje investicionih fondova, ne može se očekivati dalji rast imovine koju će pojedinačni ulagači usmeriti na finansijska tržišta kroz ove investitore.

Potvrda činjenice o veoma niskim prinosima koje ostvaruju investicioni fondovi može se utvrditi iz analize podataka o prinosima investicionih fondova Ilirka grupe. Naime urađena je analiza osnovnih indikatora poslovanja investicionih fondova koji pripadaju grupaciji Ilirika investicionih fondova. Analizirani su rezultati pet investicionih fondova u periodu od pet godina, odnosno od 2010. godine do 2014. godine.⁵

⁵ Istraživanje i praćenje podataka o kretanjima fondova Ilirika grupe su urađena za potrebe izrade doktorske disertacije autora rada.

U uzorak su uzeti sledeći investicioni fondovi:

- Ilirka balanced, balansirani fond
- Ilirka cash dinar, fond očuvanja vrednosti
- Ilirka cash euro, fond očuvanja vrednosti
- Ilirka dynamic, fond rasta vrednosti
- Triumph, fond rasta vrednosti

Posmatrani su prinosi i promene vrednosti investicionih jedinica u ovom petogodišnjem periodu iskazani kroz prosečne promene u dinarima, ali i u evrima kako bi se ukazalo i na dodatni problem investiranja u dinarima što utiče na još manje prinose u uslovima konstantne depresijacije domaće valute. Posmatrane su vrednosti investicionih jedinica na početku svakog meseca u ovom periodu, te se može reći da je za svaki fond analizirana i upoređivana vrednost investicionih jedinica u šezdeset vremenskih tačaka.

U narednoj tabeli je prikazan uporedni pregled prosečnih promena vrednosti investicionih jedinica za svih pet fondova u odnosu na početak posmatranog perioda. Pregled je dat kako za promene izražene u dinarima, tako i za promene izražene u evrima.

Tabela 3-Uporedni prikaz vrednosti IJ izraženih u evrima za svih pet fondova.

	Ilirika Balanced	Ilirica Cash dinar	Ilirika Cash euro	Ilirika Dynamic	Triump h
Prosečna promena vrednosti IJ u dinarima	0,63%	0,79%	0,64%	-0,08%	-0,64%
Prosečna promena vrednosti IJ u eurima	0,23%	0,41%	0,18%	-0,44%	-0,99%

Kada pogledamo prosečne promene vrednosti investicionih jedinica u dinarima kod tri fonda vidimo da su vrednosti u proseku rasle, ali je ta promena manja čak i od 1%, dok je kod dva fonda došlo i do prosečnog pada vrednosti investicionih jedinica. Kada ove promene pogledamo kroz aspekt vrednosti investicionih jedinica izraženih u evrima tada dobijamo još nepovoljniju situaciju. Kod tri fonda i dalje imamo pozitivan prinos, koji je za razliku od promene prinosa izražene u dinarima niži i više teži ka negativnim kretanjima koja su zabeležila druga dva fonda koji su svoj "minus" povećali kada se vrednost iskaže u evrima.

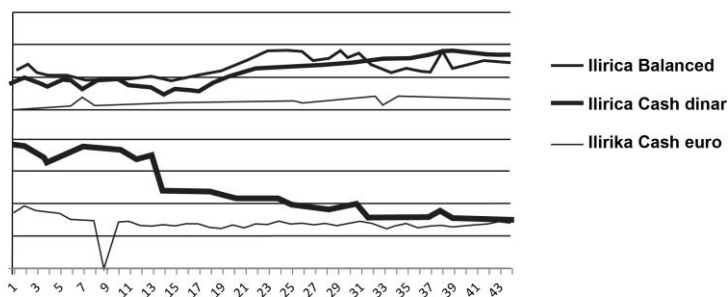
Na sledećem prikazu je prikazano kretanje vrednosti investicionih jedinica svih pet posmatranih fondova izražene u dinarima. Jasno se može

Pojedinačni ulagači u Republici Srbiji i investicioni fondovi – faktori koji ih razdvajaju

primetiti da je za većinu vrednosti investicionih jedinica karakteristično da iskazuju stagnaciju i pad ili veoma skroman rast kod pojedinih fondova.

Kada se osvrnemo na činjenicu da se prinosi investicionih jedinica na razvijenim finansijskim tržištima kreću i do 10% veoma je teško pronaći motiv i razlog većeg ulaganja u investicione fondove u Srbiji dok god se prinosi kreću na ovom nivou. Pored toga što za razliku od bankarskih depozita ne garantuju prinos, mora doći do ozbiljnog pozitivnog poslovanja fondova što će biti najbolji signal za privlačenje pojedinačnih ulagača i njihovih sredstava.

95000000000 -



Slika 3: Uporedni prikaz kretanja vrednosti IJ izražene u dinarima

6. ZAKLJUČAK

Dalji razvoj poslovanja investicionih fondova i privlačenje sredstava pojedinačnih ulagača u ovako postavljenim uslovima je veoma neizvesno, pre svega zbog navednih faktora koji ih razdvajaju. Prosto veoma je teško trenutno pronaći motiv koji bi podstakao pojedinačne ulagače da svoja sredstva ulažu u investicione fondove. Kako smo mogli videti iz prikazanih podataka prinosi investicionih jedinica su skoro zanemarljivi ili negativni, a kod većine investicionih fondova vrednosti investicionih jedinica su manje od njihove početne nominalne vrednosti.

Ta negativna kretanja su posledica pre svega nerazvijenosti finansijskog tržišta u Srbiji i nemogućnosti da se ulaže u veći izbor kvalitetnih hartija

od vrednosti. Sama činjenica da se čak 99,5% transakcija odvija van berze govori dovoljno o stanju na tržištu i mogućnostima za razvoj poslovanja na berzanskom tržištu. Podaci o padu sveukupnog prometa takode ukazuju na dalji trend pada i stagnacije ionako nerazvijenog tržišta.

Preračunato prema srednjem kursu evra prema dinaru Narodne banke Srbije na dan izvršenja transakcije, ukupna vrednost prometa finansijskih instrumenata u 2014. godini izražena u evrima u posmatranom periodu iznosila je 38 milijardi evra i za 12,35% je manja (indeks 87,65) u odnosu na ostvarenu i izraženu u evrima u istom periodu prethodne godine.⁶

Kada se sa ovih pokazatelja ponovo vratimo na pojedinačne ulagače i njihov socijalni i finansijski status dolazimo do jednog zaokruženog odgovora o faktorima koji utiču na nedovoljno ulaganje u investicione fondove. Ti faktori su jednostavno međusobno povezani i uslovljeni: nizak finansijski potencijal pojedinačnih ulagača, niska razvijenost finansijskog tržišta i na kraju posledično niski i negativni prinosi investicionih fondova. Posledica takvog stanja na tržištu jeste upotpunosti nerazvijeni potencijal investicionih fondova i činjenica da imovina fondova po stanovniku u Republici Srbiji iznosi oko deset evra, dok se npr. u Sjedinjenim Američkim Državama ovaj iznos meri u desetinama hiljada dolara.

Prevazilaženje svih ovih ograničavajućih faktora, koji utiču na to da pojedinačni ulagači svoj višak sredstava ne usmeravaju ka investicionim fondovima, biće moguće tek odlučnim i konkretnim promenama u celokupnom ekonomskom sistemu, a posebno u delu koji se tiče finansijskog tržišta. Te promene moraju da podstaknu razvoj finansijskog tržišta, njegovu likvidnost i rast prometa. Tržište čija je odlika raznovrsna ponuda kvalitetnih hartija od vrednosti kojima se konstantno trguje, a koje je praćeno opštim rastom standarda jeste slika ambijenta u kojem je moguće očekivati rast ulaganja u institucionalne investitore, pa i u investicione fondove.

REFERENCE

1. Kapor, P. : Tržište kapitala u Srbiji, Megatrend revija, Beograd, vol.9, broj 4, s. 62.(2012)

⁶ Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti i kretanjima na tržištima kapitala u periodu januar-decembar 2014. godine, Komisija za HOV, broj 7/0-01-172/2-15 od 30.04.2015, s.73

Pojedinačni ulagači u Republici Srbiji i investicioni fondovi
– faktori koji ih razdvajaju

2. Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti i kretanjima na tržištima kapitala u periodu januar-decembar 2014. godine, Komisija za HOV, broj 7/0-01-172/2-15 od 30.04.2015, s.73. (2015)
3. Damir M. :Uloga i značaj investicionih fondova u međunarodnom kretanju kapitala i perspektive razvoja investicionih fondova u Republici Srbiji, Doktorska disertacija, Fakultet za poslovne studije Beograd. (2015)
4. Beogradska berza: Preuzeto sa: <http://www.belex.rs> .(2015, januar 28)
5. Republički zavod za statistiku: Preuzeto sa www.stat.gov.rs. (2015, Novembar 15)

INDIVIDUAL INVESTORS IN THE REPUBLIC OF SERBIA AND INVESTMENTS FUNDS – FACTORS THAT SEPARATE THEM

Damir Marković,
Republički fond za zdravstveno osiguranje, Srbija
damir004@yahoo.com

Abstract: Every citizen of the Republic of Serbia has another opportunity to invest and increase their income - investment funds. The first funds began its operations shortly after adoption of the Law on Investment Funds in 2006 which provided legal framework for their establishment and doing business. The initial years of business were marked with negative influences as a result of great crisis within world markets. The main reasons for limitation of greater investment of individual investors in investment funds are both low standard and financial status of citizens of Serbia, underdeveloped national economy, underdeveloped financial markets and consequently, low and negligible investment funds' income.

Key words: investors, funds, market, incomes