

**УНИВЕРЗИТЕТ УНИОН У БЕОГРАДУ
БЕОГРАДСКА БАНКАРСКА АКАДЕМИЈА
Факултет за банкарство, осигурање и финансије**

Мр. Марина Јововић

**УЛОГА ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА У
ПРОЦЕСУ ТРАНЗИЦИЈЕ У ЦЕНТРАЛНОЈ И
ИСТОЧНОЈ ЕВРОПИ**

Докторска дисертација

Београд, 2015. године

МЕНТОР:

Проф.др Исмаил Мусабеговић, ванредни професор
Београдска банкарска академија
Факултет за банкарство, осигурање и финансије, Београд

ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ:

Проф.др Зоран Грубишић, редовни професор
Београдска банкарска академија
Факултет за банкарство, осигурање и финансије, Београд

Проф.др Лидија Барјактаровић, ванредни професор
Пословни факултет у Београду, Универзитет Сингидунум

Датум одбране докторске дисертације _____

ABSTRACT

Investment funds are a unique phenomenon of the modern finances expansion. They massively attract new investors and represent a financial institutional segment with the fastest growth rate. Although occurring in Europe, the biggest expansion they experienced in the US, where they became a real financial giants. In other developed countries they have not reached such an expansion, but in them there is a strong tendency for the rise of these institutions.

In a modified form investment funds have confirmed their expediency in transition countries in accordance with the specific economic and social circumstances. The unprepared introduction of these institutions has led in a number of citizens to the creation of a distorted image of investment funds as modern and effective participants in the financial market. At the outset it was clear that they cannot be a copy of such institutions in developed countries, but it can be extremely useful for the transition economies.

The aim of this paper is to investigate the importance and impact of investment funds in developed countries on strengthening competition in financial intermediation, capital market development, increasing savings and its direction in economic development, as well as their impact on the acceleration of the privatization process in transition countries. In many former socialist countries an important role has been assigned to the investment funds during the phase of mass privatization as well as in the post-privatization period of the development of financial institutions and capital market. They were one of the main pillars of privatization, despite the many constraints that they were hampered in their work. Although final results are not impressive, their role is inevitable and crucial for the success and speed of the mass voucher privatization. They supported and intensified this process, perform the concentration of ownership, restructured the company and raise their performance to a higher level.

Keywords: investment funds, financial market, institutions, financial intermediation, capital market, transition, privatization, corporate, restructuring.

РЕЗИМЕ

Инвестициони фондови су својеврстан феномен модерних финансија у експанзији. Они масовно привлаче нове инвеститоре и представљају финансијски институционални сегмент са најбржом стопом раста. Иако су настали у Европи највећу експанзију су доживели у САД, где су постали прави финансијски дивови. У другим развијеним земљама нису достигли такаву експанзију али и у њима постоји снажна тенденција успона ових институција.

У модификованој форми инвестициони фондови су потврдили своју сврсисходност и у земљама у транзицији у складу са специфичним економским и друштвеним околностима. Неприпремљено увођење ових институција довело је код многобројних грађана до стварања искривљене слике о инвестиционим фондовима као модерним и ефикасним учесницима на финансијском тржишту. На самом почетку је било јасно да они не могу бити копија таквих институција развијених земаља али да могу бити изузетно корисни за привреду земаља у транзицији.

Циљ рада је да се истражи значај и утицај инвестиционих фондова у развијеним земаљама на јачање конкуренције у финансијском посредовању, развој тржишта капитала, пораст штедње и њено усмеравање у привредни развој као и њихов утицај на убрзање процеса приватизације у транзиционим земљама. У многим бившим социјалистичким земљама инвестиционим фондовима је додељена важна улога током фазе масовне приватизације као и у пост приватизационом периоду развоја финансијских институција и тржишта капитала. Они су били један од главних стубова приватизације и поред бројних ограничења која су их спутавала у раду. Мада коначни резултати нису импресивни њихова улога је неизбежна и од пресудног утицаја на успех и брзину масовне ваучерске приватизације. Они су потпомогли и интензивирали овај процес, извршили концентрацију власништва, реструктурирали предузећа и подigli њихове перформансе на виши ниво.

Кључне речи: инвестициони фондови, финансијско тржиште, институције, финансијско посредовање, тржиште капитала, транзиција, приватизација, реструктурирање, предузећа.

Садржај:

У В О Д	1
1. КОНЦЕПТ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА	7
1.1. Настанак и развој	12
1.1.1. Инвестициони фондови у Сједињеним Америчким Државама	18
1.1.2. Инвестициони фондови у Европи	27
1.2. Савремени трендови у развоју инвестиционих фондова	32
1.2.1. Трендови вредности имовине светских инвестиционих фондова	36
1.2.2.1. Трендови развоја заједничких фондова, ЕТФ фондова и затворених фондова	41
1.2.2.2. Штедња за пензије и образовање	45
2. ВРСТЕ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА	49
2.1. Врсте инвестиционих фондова по начину инвестирања и повлачења средстава	49
2.1.1. Отворени инвестициони фондови	50
2.1.2. Затворени инвестициони фондови	55
2.2. Врсте инвестиционих фондова по основу рочности	59
2.2.1. Инвестициони фондови на тржишту новца	59
2.3.2. Инвестициони фондови на тржишту капитала	61
2.3. Врсте инвестиционих фондова по инвестиционим циљевима	63
2.4. Посебне врсте инвестиционих фондова	64
2.4.1. Хеџ фондови	66
3. ФУНКЦИОНИСАЊЕ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА	71
3.1. Организација и управљање	72
3.1.1. Структура инвестиционог фонда	73
3.2. Законска регулатива	74
3.3. Директиве ЕУ о инвестиционим фондовима	76
3.3.1. Правила UCITS	79
3.4. Инвестициони фондови у време светске финансијске кризе	84
3.4.1. Неопходност ефикаснијег регулисања рада инвестиционих фондова	90
4. ЗНАЧАЈ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА	93
4.1. Ефикасност инвестиционих фондова	95
4.1.1. Диверсификација портфолиа	97
4.1.2. Портфолио менаџмент и мерење перформанси портфолиа	100
4.2. Утицај инвестиционих фондова на развој тржишта капитала	103
4.3. Утицај инвестиционих фондова на процес финансијског посредовања	104
4.4. Инвестициони фондови у функцији развоја привреде	106
5. ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ У ТРАНЗИЦИОНИМ ЕКОНОМИЈАМА	109
5.1. Инвестициони приватизациони фондови као претече приватних инвестиционих фондова	111
5.2. Концепт ваучерске приватизације	113
5.2.1. Ваучерске аукције	115
5.2.2. Улога државе у процесу МВП	116
5.3. Развој тржишта капитала	117
5.3.1. Регулатива тржишта капитала	120
5.4. Реструктурирање предузећа	122

5.5. Страна улагања	125
5.5.1. Приватизација као предуслов већих страних улагања	129
6. УЧЕШЋЕ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА У ПРОЦЕСУ ПРИВАТИЗАЦИЈЕ У ЗЕМЉАМА ЦЕНТРАЛНЕ И ИСТОЧНЕ ВРОПЕ	134
6.1. Искуства транзиционих привреда	135
6.1.1. Чешка и Словачка република у процесу приватизације	137
6.1.2. Пољски програм приватизације	144
6.1.3. Русија и МВП	148
6.1.4. Мађарски модел постепене приватизације	155
6.1.5. Бугарска приватизација	156
6.1.6. Приватизација у Румунији	159
6.1.7. Словеначки модел приватизације	161
6.1.8. Масовна ваучерска приватизација у Црној Гори	164
6.1.9. Приватизација у БИХ	167
6.2. Резултати приватизације	171
6.2.1. Трансформациона рецесија	175
6.2.2. Поуке из искустава приватизације	181
7. УЛОГА И ЗНАЧАЈ ПРИВАТНИХ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА У ТРАНЗИЦИОНОМ ПЕРИОДУ У ЦЕНТРАЛНОЈ И ИСТОЧНОЈ ЕВРОПИ	192
7.1. Делатност приватних инвестиционих фондова	194
7.1.1. Развој приватних инвестиционих фондова	196
7.1.2. Инвеститори приватних инвестиционих фондова и инвестициони капитал	198
7.2. Врсте приватних инвестиционих фондова	200
7.2.1. Приватни инвестициони фондови предузетног капитала	201
7.2.2. Приватни инвестициони фондови кредитне куповине	203
7.2.3. Приватни инвестициони фондови мешовитог финансирања	204
7.2.4. Приватни инвестициони фондови специјалних намена	205
7.3. Утицај приватних инвестиционих фондова на економски развој	206
7.3.1. Приватни инвестициони фондови и корпоративно управљање	207
7.3.2. Утицај приватних инвестиционих фондова на ефикасно пословање предузећа	208
7.4. Инвестирање приватних инвестиционих фондова у Централној и Источној Европи	209
7.4.1. Улагања приватних инвестиционих фондова	211
7.4.2. Предности земаља Централне и Источне Европе за улагања приватних инвестиционих фондова	213
8. ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ У СРБИЈИ И ТРАНЗИЦИЈА	218
8.1. Инвестициони фондови на нашем финансијском тржишту	219
8.1.1. Нужност даљег усклађивања пореско-финансијске сфере Србије и ЕУ	223
8.2. Компарација инвестиционих фондова у Србији са инвестиционим фондовима у региону	226
8.3. Учешће страних инвестиционих фондова у процесу транзиције у Србији	229
8.3.1. Приватизација у Србији	232
8.3.2. Страни инвестициони фондови у Србији	236
8.3.3. Резултати приватизације	239
8.4. Перспективе развоја инвестиционих фондова у Србији	243
ЗАКЉУЧАК	250
ЛИТЕРАТУРА	261

У В О Д

Светски финансијски систем пролази кроз фазу револуционарних промена и помака ка јединственом глобалном тржишту. Процес глобализације и интернационализације је потпуно променио светску економију. Глобализација финансијских тржишта означава процес интеграције националних финансијских тржишта у јединствено интернационално тржиште. На овај начин привредним субјектима се пружа могућност да прикупљају слободна финансијска средства и изван граница своје земље. Слободно тржиште капитала омогућава да штедња буде усмерена ка најпродуктивнијим инвестицијама без обзира на националне границе. Растућа конкуренција је омогућила боље шансе за оне који улажу капитал а ниже трошкове за оне којима је тај капитал потребан.

Искуства како развијених тако и земаља у развоју показују да је развијеност тржишта капитала условљена степеном развоја финансијских институција те што је финансијски систем у једној земљи развијенији утолико је већи број финансијских посредника. У развијеним привредама растуће је учешће нетрадиционалних финансијских посредника док учешће банака на њиховим финансијским тржиштима опада. Развијене земље са развијеним тржиштем капитала обогатиле су своју финансијску структуру са низом нових форми, ефикаснијим и флексибилнијим од конзервативних банкарских организација. Централно место међу нетрадиционалним финансијским посредницима заузимају институционални инвеститори. Они су постали светски економски феномени са великом могућношћу мобилизације средстава у кратком року и њиховим усмеравањем у профитабилне инвестиционе пројекте. Међу институционалним инвеститорима у последњим деценијама најбурнији развој су имали инвестициони фондови.

Централно место ове докторске дисертације ће заузети улога и значај инвестиционих фондова на развој финансијских тржишта развијених земаља и њихов утицај на процес приватизације у транзиционим земљама. Оснивањем инвестиционих фондова обогаћена је структура финансијског посредовања, повећана конкурентност, извршено продубљивање тржишта капитала, остварен савремени приступ тржишним трансакцијама. У свим земљама са тржишном привредом инвестициони фондови имају кључну улогу у функционисању и развоју тржишта капитала као и у остваривању његове стабилности. Рад представља истраживачки пројекат којим ће се указати на предности и недостатке инвестирања у инвестиционе фондове у односу на остала алтернативна решења за мобилизацију и пласман слободних новчаних средстава.

Значај инвестиционих фондова се огледа у:

- ❖ Порасту штедње и у њеном усмеравању у иновативна и продуктивна предузећа, која се сматрају носиоцима развијених тржишних економија;
- ❖ Обогаћивању финансијског система и јачању конкурентности међу финансијским институцијама, што унапређује финансијско посредовање;
- ❖ Продубљивању и развоју тржишта капитала, како са аспекта ликвидности тако и са аспекта његове стабилности;
- ❖ Интензивирању процеса приватизације у транзиционим земљама.

Научни циљеви дисертације

Циљ ове докторске дисертације је да се укаже на значај и улогу инвестиционих фондова, њихове карактеристике, типове, методе рада и начин пословања на развијеним финансијским тржиштима. Затим, да се истражи њихов утицај на развој финансијског посредовања, развој компанија и да се успостави њихова веза са економским развојем националних економија. Циљ истраживања је да се на основу искуства развијених земаља укаже на могуће правце развоја инвестиционих фондова у земљама у транзицији. И поред многих препрека на неразвијеним тржиштима, формирање инвестиционих фондова имало је низ позитивних ефеката: интензивирање процеса приватизације, финансијску консолидацију фирми, развој ефикаснијег система корпоративног управљања, развој тржишта капитала. Без обзира на скромне досадашње резултате инвестиционих фондова у овим земљама не треба губити из вида чињеницу да се улагање у ову врсту финансијских институција посматра на дужи рок.

Иако су инвестициони фондови доказали своју улогу на тржиштима развијених земаља и сверсисходност постојања на транзиционим тржиштима, није им посвећена довољна пажња у литератури, нарочито нашој. Зато постоји потреба за радом који ће дати допринос на расветљавању пословања инвестиционих фондова и сагледавању њиховог значаја и утицаја на повећање економског развоја.

Основне хипотезе

При конципирању рада пошло се од следећих хипотеза које су на крају и доказане:

- 1) Тежња ка одрживом економском развоју је неминовност и значајно утиче и на глобално финансијско тржиште и његове учеснике, као и на конкурентност националних економија.
- 2) Инвестициони фондови представљају врсту најснажнијих посредничких институција савременог финансијског тржишта.

- 3) Развој инвестиционих фондова доводи до продубљивања тржишта капитала, јачања конкуренције међу финансијским посредницима, повећаног инвестирања у профитабилне пројекте, општег економског раста. Отуда у најразвијенијим земљама егзистирају снажни инвестициони фондови, док је економска моћ инвестиционих фондова у неразвијеним земљама прилично слаба.
- 4) Инвестициони фондови су били једна од полуга приватизације привреде земаља Централне и Источне Европе. За разлику од ових институција у развијеним тржишним привредама они су у земљама у транзицији играли, мање или више, улогу и у процесу корпоративне контроле приватизованих предузећа. Без обзира на то што је приватизација у различитим земљама постигла различите резултате у зависности од околности у којима се одвијала, неспоран је велики допринос инвестиционих фондова приватизационим процесима.
- 5) Приватни инвестициони фондови су најповољније форме улагања страних инвеститора у земљама Централне и Источне Европе. Они се на овим тржиштима суочавају са многим проблемима као што су ризик улагања, начин изласка из инвестиција, неразвијено тржиште, неповољни законски и порески систем. Неопходно је стварање услова за њихов рад јер улагање приватних инвестиционих фондова унапређује корпоративно управљање у предузећима, утиче на развој предузећа као и на општи економски развој.
- 6) Инвестициони фондови у Србији нису на задовољавајућем нивоу развоја због читавог низа околности који су на то утицали. Ипак треба имати у виду да овај тип финансијских институција даје ефекте на дужи рок. Са развојем инвестиционих фондова грађани Србије ће постати значајни инвеститори привреде а привреда Србије, која пати од недостатка капитала, добиће јефтиније изворе финансирања.

Методe истраживања

У поступку истраживања и доношења судова као и у доказивању постављених хипотеза примениће се општи научни методи, теоријски и методолошки принципи који су устаљени за економску науку и специфични методолошки поступци за потребе економске анализе.

У проучавању развоја и перспективе инвестиционих фондова примениће се релевантни методи и поступци квантитативне и квалитативне анализе и синтезе појава, процеса и законитости. Биће приказана анализа развоја инвестиционих фондова како у

развијеним тако и у транзиционим земљама, анализа појединих врста фондова, анализа начина њиховог функционисања и законских одредби које регулишу ову област.

У истраживачком делу који се односи на анализу ефеката утицаја инвестиционих фондова на процес приватизације у фокус ће бити стављене реперезентативне транзиционе земље: Чешка, Словачка, Пољска, Мађарска, Русија, Бугарска, Румунија, Словенија, Црна Гора, Босна и Херцеговина и Србија у периоду 1990-1999. године. Предмет анализе биће оснивање, функционисање инвестиционих фондова у овим земљама и њихов допринос процесу приватизације. Посебан нагласак даће се истраживању утицаја инвестиционих фондова на укупан развој финансијских тржишта и институција. На тај начин утврдиће се разлике у интензитету промена у појединим земљама као и разлике у периодима који су били потребни за постизање одређених резултата. Компаративни метод треба да омогући сагледавање сличности и разлика између досадашњих искустава, на основу чега се могу проценити предности и недостаци и донети закључци и решења. У том циљу примењиваће се и одговарајући квалитативни поступци анализе (утврђивање закључака по сегментима и подручјима анализе, извођење синтетичких закључака од значаја за доказивање у ком степену су доказани циљеви и хипотеза проучавања). Полазне основе у овој анализи извршиће се путем табеларног приказивања постигнутих резултата, динамичких и структурних промена у времену и по појединим земљама. Израчунаће се и коефицијент корелације којим ће се потврдити степен утицаја инвестиционих фондова на БДП наведених земаља.

У раду ће се применити индуктивно-дедуктивне методе. Најпре ће бити коришћен дедуктивни метод, како би се дошло до одговора о значају и улози инвестиционих фондова, а индуктивна метода ће се применити у каснијим фазама истраживања у циљу утврђивања закључака и хипотеза.

Извори података

У поступку истраживања за израду ове докторске тезе користиће се богата литература, резултати процеса приватизације у земљама Централне и Источне Европе, подаци Европске банке за обнову и развој и Агенције за приватизацију као и бројни електронски извори који су у складу са изабраном тематиком.

Структуру докторске дисертације поред увода чини осам глава, закључак и списак коришћене литературе.

У првом делу рада под називом ***Концепт инвестиционих фондова*** изложиће се генеза развоја, карактеристике и савремени трендови у развоју инвестиционих фондова.

Иако имају велике потенцијале у готово свим развијеним земљама, амерички инвестициони фондови имају највеће финансијске могућности. На европском финансијском тржишту инвестициони фондови представљају такође једну од значајнијих финансијских институција са динамичном стопом раста.

У другом делу рада под називом *Врсте инвестиционих фондова* биће обрађени типови инвестиционих фондова према различитим критеријумима као и посебне врсте инвестиционих фондова. Основна је подела на отворене и затворене фондове при чему су отворени фондови доминантан облик фондова у савременим тржишним економијама.

Функционисање инвестиционих фондова представља трећи део рада у коме ће се анализирати начин рада, организација, управљање, структура и законска регулатива којом се регулише рад инвестиционих фондова. ЕУ је израдила читав низ система правила о раду фондова под називом УЦИТС. То је процес хармонизовања прописа и усклађивања праксе рада инвестиционих фондова који је започео 1985. године али је снажан полет добио тек са стварањем јединственог економског тржишта и монетарне уније. Презентоваће се перформансе инвестиционих фондова у условима финансијске кризе која трнутно потреса светску економију и намеће неопходност бољег регулисања њиховог рада.

У четвртом делу под називом *Значај инвестиционих фондова* анализираће се утицај инвестиционих фондова на развој тржишта капитала, развој финансијског посредовања, као и њихов утицај на општи економски развој. Инвестициони фондови су довели до јачања конкуренције међу финансијским институцијама и повећања ефикасности финансијског посредовања. То је процес финансирања предузећа а тиме и читавог привредног развоја учинило успешнијим. Указаће се и на значај инвестиционих фондова у процесу приватизације у транзиционим земљама.

У овом делу анализираће се и ефикасност инвестиционих фондова, диверсификација и мерење перформанси портфолија.

Настанак и развој инвестиционих фондова у транзиционим економијама представља пети део овог рада. На овим тржиштима инвестициони фондови функционишу под другачијим околностима и сусрећу се са многим проблемима и изазовима каквих нема на развијеном тржишту. Велику улогу су инвестициони фондови добили у ваучерској приватизацији чији је циљ био да се омогући најширим слојевима становништва учешће у процесу приватизације. Иако су се ПИФ-ови суочавали са бројним потешкоћама у раду, законским ограничењима и недостатку средстава они су успели да успоставе ефикасније корпоративно управљање, изврше реструктурирање и подигну перформансе приватизованих предузећа. Једна од важних користи процеса масовне ваучерске приватизације је и стварање и развој тржишта капитала у овим земљама. Процес приватизације је од посебног

значаја за привлачење страних директних инвестиција. Земље које су у том процесу отишле најдаље најпривлачније су за ангажовање страног капитала.

Шести део рада обухвата *Учешће инвестиционих фондова у процесу приватизације у земљама Централне и Источне Европе*, где ће бити образложена искуства репрезентативних земаља Централне и Источне Европе и Русије у процесу приватизације као и предности и недостаци тог процеса у појединим земљама. На бази њихових искустава извућиће се закључци и поуке. Постсоцијалистичке земље су оствариле различите резултате у транзицији зависно од почетних услова, конзистентности у спровођењу програма транзиције и оствареног политичког и социјалног консензуса. Прва деценија транзиције сведочи о кључној улози политичког руководства у обликовању реформи. Земље које су одлучније и доследније приступиле овом процесу оствариле су већи економски раст.

Седми део дисертације обухвата *Улогу и значај приватних инвестиционих фондова у транзиционом периоду у Централној и Источној Европи*. У овом делу биће обрађена делатност приватних инвестиционих фондова, типови, начин инвестирања и њихов утицај на економски развој. Анализираће се значај инвестирања приватних инвестиционих фондова на развој земаља у транзицији и подстицање процеса приватизације. Иако ови фондови, пре свега, имају за циљ профит, они су на брзорастућим тржиштима мотивисани и жељом да стимулишу предузетништво, економски развој, да утичу на смањење незапослености и сиромаштва.

У осмом делу под називом *Инвестициони фондови у Србији и транзиција* биће приказани инвестициони фондови на нашем финансијском тржишту, разлози заостајања у односу на окружење, као и учешће инвестиционих фондова у приватизацији. Инвестициони фондови у Србији су још увек новина. У односу на земље у окружењу Србија се налази на самом зачељу у погледу њиховог развоја. Едукацијом широких маса и враћањем поверења у наше финансијске институције инвестициони фондови би могли бити значајан инструмент за прикупљање вишкова капитала и његово усмеравање у привредни развој. Грађанима се пружа могућност да своја средства пласирају на финансијско тржиште и да остваре знатно већи приход од банкарске камате и у односно на директно берзанско улагање. Управљање инвестицијама у хартије од вредности, односно портфолио менаџмент представља једну од најзначајнијих функција, а инвестициони фондови, једну од најважнијих институција савремених финансијских система.

У закључку ће се резимирати добијени резултати и изведени закључци у вези постављених хипотеза и захтева садржаних у дисертацији. Поред тога указаће се на будуће трендове пословања инвестиционих фондова у транзиционим земљама.

1. КОНЦЕПТ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА

Брз развој финансијског тржишта у индустријски развијеним земљама захтевао је и развој савремених финансијских институција. Као најзначајнији извор финансирања привреде и становништва до појаве институционалних инвеститора били су банкарски кредити. Међутим банкарски сектор организован на конзервативан начин је постао кочница даљег развоја финансијског тржишта. Са појавом и развојем институционалних инвеститора увећале су се алтернативе како за мобилизацију тако и за алокацију финансијских средстава а банке су добиле врло оштре конкуренте. Развијена финансијска тржишта обогатила су своју финансијску структуру новим, ефикаснијим институцијама.

У развијеним финансијским системима све више опада учешће депозитних финансијских институција у укупној финансијској имовини, а расте учешће небанкарских финансијских институција, осигуравајућих друштава, пензионих и инвестиционих фондова. У САД су банке традиционално држале више од 2/3 средстава и прихода, да би у последње две деценије то учешће опало на само 1/5 средстава финансијског тржишта. У првих 15 земаља Европске уније након 2000. године небанкарски послови готово дупло премашују величину банкарско-кредитних послова. У Великој Британији небанкарске институције располажу са 61% финансијске имовине а у Немачкој са 73%. У неразвијеним земљама стање је ближе оном у коме су развијене земље биле крајем прошлог века. На пример у Нигерији банке располажу са 85% финансијске имовине а небанкарске са 15%, у Бразилу банке са 63% док небанкарске институције са 37%.¹

Институционални инвеститори своје потенцијале формирају из дугорочних недепозитних извора а пласирају их на тржишту капитала у разне облике хартија од вредности. Основни принцип њиховог пословања је да прикупљена средства ситних инвеститора, користећи се предностима економије обима, концентришу а затим инвестирају у високо диверсификоване портфолије. За њихово успешно функционисање неопходно је постојање развијеног секундарног тржишта хартија од вредности (ХоВ).

Банке на депозите по виђењу нуде врло ниске камате које не могу да заштите депозите од инфлаторних кретања. У исто време нуде кредите са високом каматом што је последица високих трошкова у банкарском сектору. Институционални инвеститори немају обавезу депоновања обавезних резерви код централне банке те самим тим имају ниже трошкове. Разлика између институционалних инвеститора и банака је и у ликвидности.

¹ *Mishkin Fredric, Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, Data status, Beograd 2003, str. 289.*

Банке морају да чекају на рокове доспећа кредита да би дошле до ликвидних средстава, док институционални инвеститори располажу ликвиднијом активом јер могу на тржишту продати потребан део активе тј. ХоВ из свог инвестиционог портфолиа. Основна предност институционалних инвеститора је да они нису подложни монетарној регулативи као банке, не врше плаћања, немају депозите у пасиви, не могу вршити кредитну мултипликацију.²

Институционални инвеститори су и веома моћна класа инвеститора. Њихово просечно учешће у фирмама САД повећано је 8 пута у последњих 30 година и до краја 2009. држали су 70% америчког тржишта под својом контролом.³

Да су институционални инвеститори постали *финансијски дивови* говоре подаци о вредности њихове имовине која је у појединим земљама Г-7 достигла двоструку вредност од вредности друштвеног бруто производа (БДП). По подацима Организације за економску сарадњу и развој (*OECD*) процењена имовина институционалних инвеститора је преко 75 билиона долара. Они контролишу 50% свих емитованих акција у САД и преко 70% дневне трговине акцијама у САД обави се од стране институционалних инвеститора.⁴

Табела 1. Апсолутна и релативна вредност имовине институционалних инвеститора у 2012. години у земљама Г-7*

Земље	Апсолутни износ у милијардама \$	Релативни износ као % БДП-а
Велика Британија	5 076	222,0
САД	32 583	200,6
Канада	3 059	187,1
Јапан	9 370	172,7
Француска	3 851	143,7
Немачка	4 339	123,4
Италија	1 784	86,3

Извор: *OECD; 2012 Institutional Investors Statistical Yearbook*

*Г-7-Група 7 земаља (Канада, Француска, Немачка, Италија, Јапан, Велика Британија и САД)

Институционални инвеститори као специјализоване финансијске институције заузимају значајно место у финансијским системима најразвијенијих тржишних привреда. У развијеним земљама расте животни век становништва и опада наталитет што је довело до старења популације. Током деведесетих година просечни удео старе генерације од преко 65 година у укупној радној популацији (15-65 година) у развијеним земљама износио је 21%. Данас је то око 25% а предвиђа се да ће 2030. године тај проценат износити око 40%. Услед дужег животног века већа је потреба за дугорочном штедњом јер је дужи број година

² Јерemiћ Зоран, *Финансијска тржишта, Треће издање, Универзитет Сингидунум, Београд, 2009, стр.184*

³ Roni Michaely, Christopher Vincent, *Do Institutional Investors Influence Capital Structure Decisions*, Johnson School of Management, Cornell University, 2012, str.2

⁴ *OECD; 2012 Institutional Investors Statistical Yearbook*

након одласка у пензију. Увећан је део популације која штеди, а реч је о популацији између 30 и 60 година. Државни систем пензионог осигурања је неодржив јер се нису узели у обзир фактори као што су наталитет, морталитет и привредни раст и њихов утицај на пензионе фондове. Појединци губе поверење у државу и почињу да штеде за пензију, било путем приватних пензионих фондова, компанија за осигурање живота или инвестиционих фондова.

На развој институционалних инвеститора поред демографских фактора утицала је и акумулација капитала. Велики број богатих појединаца из најразвијенијих земаља света изменио је тражњу за финансијским услугама и они више нису задовољни традиционалним банкарским услугама. Заинтересовани су за диверзификацију имовине и максимизирање приноса на дуги рок. Међутим, сада је дата шанса и малим и средњим улагачима а не само богатим појединцима, да могу да инвестирају у веома диверзификоване портфолије. Све више долази до смањења улагања ових инвеститора у банкарске депозите а повећања улога у пензионе фондове, осигуравајуће куће и инвестиционе фондове.

Институционални инвеститори се појављују под разним организационим формама. Тако се у ове професионалне посредничке финансијске организације у САД укључују: удружени фондови, пензиони фондови, осигуравајуће компаније, брокерске фирме, арбитражне фирме, интернационални инвеститори, корпорације, инвестиционе банке. Највеће и најважније групе међу њима су: осигуравајућа друштва, пензиони фондови и инвестициони фондови.

Осигуравајућа друштва су велики и моћни играчи на финансијском тржишту и располажу огромним средствима. У 2012. години америчке осигуравајуће компаније располагале су активом од 7.057 милијарди \$. Америчко тржиште осигурања има највећу активу која чини 43,4% БДП ове земље. У Европи су најразвијенија тржишта осигурања у Великој Британији и представљају 89% њиховог БДП, у Француској 93% БДП, Немачкој 63% БДП, Швајцарској 90% БДП. У Луксембургу је имовина осигуравајућих компанија преко три пута вреднија од националног БДП (325% БДП).⁵

Пензиони фондови у многим земљама имају велико учешће на финансијским тржиштима и располажу огромним средствима. Као и у области осигуравајућих друштава пензиони фондови су најразвијенији у САД и они чине 55% имовине свих пензионих фондова у земљама ОЕСД. Укупна актива пензионих фондова у САД 2012. године је износила 11.412 милијарди \$ што представља 70,2% њиховог БДП. У Европи је тржиште пензионих фондова најразвијеније у Великој Британији и представља 92% БДП земље. У

⁵ *OECD 2012 Institutional Investors Statistical Yearbook*

неким европским земљама имовина којом управљају пензиони фондови већа је од националног БДП. У Швајцарској износи 100,5% БДП, Холандији 135%, Исланду 140,6%.⁶

Инвестициони фондови су најтипичнији представници институционалних инвеститора. Они су најпогоднија форма за мобилизацију новца и капитала од више милионских власника. Инвестирају у врло диверзификоване портфолије вршећи својеврсно препакивање разних облика финансијске активе. За разлику од банка које емитују дужничка права, фондови емитују власничка права у виду акција. Тако се ризик пословања директно преноси на акционаре што није случај код банака. Основни разлог њиховог оснивања је превазилажење проблема индивидуалног инвестирања као што је недовољан износ капитала, недовољна способност за инвестирање и неинформисаност. На овај начин и мали улагачи инвестирањем у фондове добијају диверзификацију ризика. Како су приноси инвестиционих фондова већи од орочене штедње, а постоје и могућности различитих плаћања и програмиране штедње, јасна је све већа популарност ових институција. Просечан принос фондова у свету износи између 8 и 15%, а просечан принос на депозите у банци између 2 и 3%.

На крају 2012. године укупна имовина отворених инвестиционих фондова је износила 26,8 билиона долара а фондови САД са активом од 13 билиона долара су представљали удео од 48%. У односу на БДП ове земље инвестициони фондови представљају 81,9%. Међу европским земљама у овој индустрији се истичу Велика Британија у којој инвестициони фондови у односу на БДП износе 41%, Француска 66% БДП, Ирска 804% БДП и Луксембург 6136,7%.⁷

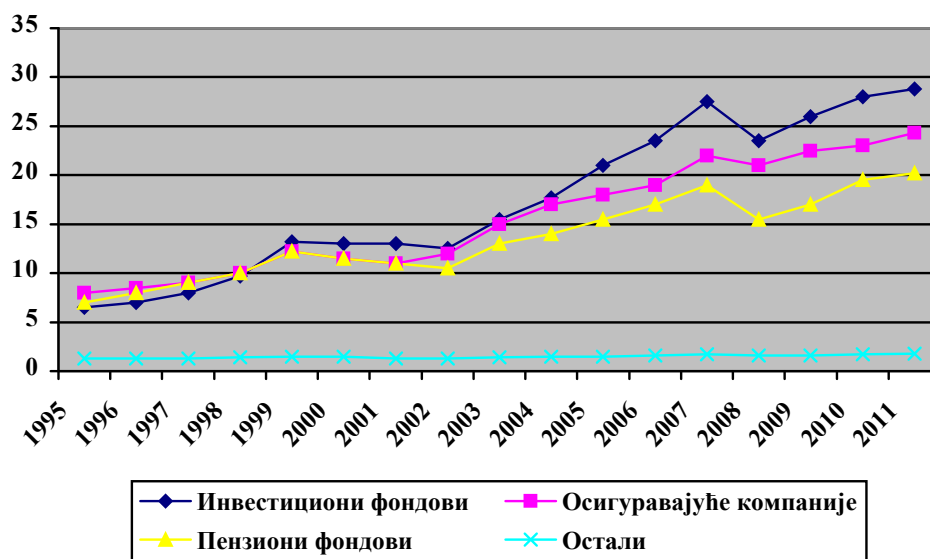
Међу самим институционалним инвеститорима постоји оштра конкуренција. Тако компаније за осигурање живота имају строже регулационе захтеве, фиксне приносе и високе премије те су суочене са конкуренцијом од стране инвестиционих и пензионих фондова. У последње време се јављају институционални инвеститори који део својих актива пласирају преко инвестиционих фондова, што посебно важи за пензионе фондове. Инвестициони фондови показују тренд бржег раста у односу на друге институционалне инвеститоре. До 1998. године осигуравајуће компаније и пензиони фондови су имали већу имовину и бржи развој од инвестиционих фондова али од тада инвестициони фондови преузимају водство.⁸

⁶ *OECD; 2012 Institutional Investors Statistical Yearbook*

⁷ *OECD 2012 Institutional Investors Statistical Yearbook*

⁸ *OECD, The Role of Banks, Equitz Markets and Institutional Investors in Long /Term Financing for Growth and Developmen, Report for G20 Leaders, 2013, str.15*

Графикон:1 Институционални инвеститора по типу у земљама OECD, билиони \$



Извор: OECD, *The Role of Banks, Equitz Markets and Institutional Investors in Long /Term Financing for Growth and Developmen, Report for G20 Leaders*

У укупном капиталу институционалних инвеститора (75,1 билиона усд \$) у земљама OECD-а у 2011. години учешће инвестиционих фондова је 38,3%.⁹

Табела 2. Имовина институционалних инвеститора у државама OECD, 2011.

Институционални инвеститори	билион. усд \$	%
Инвестициони фондови	28,8	38,3
Осигуравајуће компаније	24,3	32,4
Пензиони фондови	20,2	26,9
Остали	1,8	2,4
Укупно	75,1	100,0

Извор: OECD

У многим развијеним земљама инвестициони фондови заузимају водеће место међу институционалним инвеститорима. Највеће учешће у укупној вредности имовине институционалних инвеститора од преко 40% имају инвестициони фондови у САД. Слична је ситуација и у Француској где учествују са 38,2% у вредности имовине институционалних инвеститора.¹⁰

⁹OECD, *The Role of Banks, Equitz Markets and Institutional Investors in Long /Term Financing for Growth and Developmen, Report for G20 Leaders, 2013, str.15*

¹⁰OECD; 2013 *Investment Company Institute Fact Book*

Табела 3. Нето вредност имовине институционалних инвеститора и инвестиционих фондова у 2012. години у земљама Г-7
(у милијардама \$)

Држава	Вредност имовине институционалних инвеститора	Вредност имовине отворених инвестиционих фондова	% учешћа инвестиц. фондова у институц.инвестит.
САД	32 583	13 045	40,0
Француска	3 851	1 473	38,2
Канада	3 059	857	28,0
Велика Британија	5 076	986	19,4
Италија	1 784	182	10,2
Јапан	9 370	738	7,9
Немачка	4 339	328	7,6

Извор: 2013 OECD; 2013 Investment Company Institute Fact Book

Институционални инвеститори временом освајају све већи удео у трговини на финансијским тржиштима. На берзи NYSE они контролишу више од 35% власништва свих хартија од вредности.¹¹

1.1. Настанак и развој

Инвестиционе компаније су настале у XVIII веку да би се тек у XIX веку јавиле у већем броју. Постоји недоумица око чињенице када је и где настао први инвестициони фонд. По многим ауторима инвестициони фондови су први пут уведени у Холандији 1774. године када је холандски трговац и посредник *Abraham van Ketwich* позвао инвеститоре и формирао удружење под именом *Eendragt Maakt Magt*. Циљ је био да се да прилика малим инвеститорима да диверсификују свој улог. Уговором се инвестирало у обвезнице страних влада и банака у Аустрији, Данској, Немачкој, Шпанији, Шведској, Русији и давао зајам колонијалним плантажама у Западној Индији. Пројектована зарада је била 8% годишње а предвиђено трајање организације 25 година након чега ће се она распустити. *Eendragt Maakt Magt* је имао све карактеристике затворених фондова.¹²

Након успеха *Eendragt Maakt Magta* основан је *Voordeelig ev Voorsigtig* по угледу на свог претходника али са карактеристикама отвореног фонда. Било је предвиђено да 40% портфолија додељује плантажне зајмове. *Abraham van Ketwich* је формирао свој други отворени фонд под називом *Concordia Res Parvae Crescunt* који се определио за више слободе у инвестиционој политици.¹³ Ширење холандског тржишта капитала довело је до увођења претеча данашњих затворених и отворених инвестиционих фондова. Иако они

¹¹ Ерић Дејан, Финансијска тржишта и инструменти, Виша пословна школа Београд, 1997, стр.87

¹² K. Geert Rouwenhorst, *The origins of mutual funds*, Yale School of Management, Yale Universit, 2004. str.8,11

¹³ K. Geert Rouwenhorst, *The origins of mutual funds*, Yale School of Management, Yale Universit, 2004. str.13,14

нису идентични са модерним инвестиционим фондовима они показују много истоветних карактеристика.

Први инвестициони фонд, по неким ауторима, формирао је 1800. год. Шкот Роберт Флеминг. Он је сакупио новац од својих сарадника и отишао у САД где је новац инвестирао преко свог првог труста, који је касније назван *First Scottish American Investment Trust*, у обвезнице железнице. Временом је труст постао амерички. Неки аутори тврде да се извори данашњих модерних фондова налазе у затвореним инвестиционим трустовима у Белгији у раном 19. веку. Једна од првих таквих организација је *Societe General de Belgique* коју је основао краљ Белгије *William I.*¹⁴ По другима први инвестициони фонд је основан у Швајцарској 1849. *Genevaise d emploi de fonds* а затим следи британски *Foreign & Colonial Government Trust.*¹⁵

Први званични отворени инвестициони фонд основан је 1924. *Massachusetts Investors Trust* у Бостону у САД, са портфељом од 45 акција и активом од 50 000 \$. На крају 1924. год. имао је 200 улагача и располагао са 392 000\$. Овај фонд још увек послује али се данас зове *State Street Research* и управља са 7 фондова.¹⁶

Крајем XIX и почетком XX века фондови се отварају у највећем броју у Великој Британији и САД. Прве инвестиционе компаније биле су затвореног типа. У Великој Британији је основано више од 50 компанија ове врсте. Отворени фондови су почели да се отварају 30-их година. У другим развијеним земљама формирање фондова је доста каснило. Тако је у Немачкој први инвестициони фонд настао 1923. године, у Француској 1967. године, у Италији 1983. године. У већини земаља прво су настајали затворени а тек касније отворени фондови. Имали су стагнацију у развоју како 1929. године у време велике економске кризе у САД, тако и у време кризе изазване нафтним шоковима 70-их година.¹⁷

Након периода стагнације, 1972. год. се оснива први инвестициони фонд тржишта новца. Чињеница је да је до 1975. већ било 35 оваквих фондова са око 200 000 рачуна и активом око 4 млрд \$. Реганомика са почетка 80-их са високим краткорочним каматним стопама долила је уље на ватру па је већ 1982. у САД било инвестиционих фондова на тржишту новца око 450 са преко 3 милиона рачуна и активом од око 240. млрд \$.¹⁸

¹⁴ Anderson Seth, Ahmed Parvez, *Mutual funds-Fifty Years of Research Findings*, New York ,Springer, 2005, str.25

¹⁵ Ковачевић Наташа, Чулиновић, Херц Едита, *Прекогранични и порезноправни аспекти деловања инвестицијских фондова*, Зборник правног факултета Ријека, 2008, стр.1

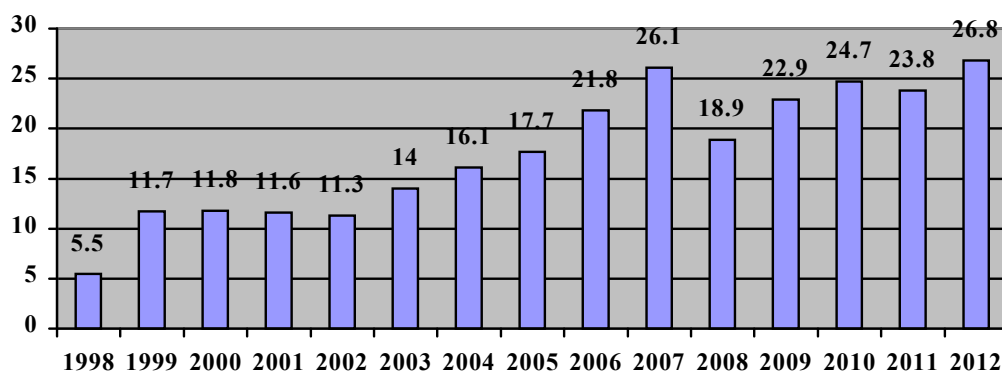
¹⁶ Jim Mc Whinney, "A Brief History of the Mutual Fund", 5 december 2005, www.investpedia.com/articles/mutualfunds/05/MFhistory.asp

¹⁷ Дејан Шошкић, *Хартије од вредности*, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, 2006, стр.254

¹⁸ Дејан Шошкић, *Хартије од вредности*, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, 2006, стр.256

Праву експанзију инвестициони фондови доживљавају у 80-им и 90-им годинама 20. века у САД, Великој Британији, Француској, Немачкој, Јапану и другим земљама. Њихова нето актива у свету је од 1990. до 2003. године порасла преко 6 пута. Кулминацију доживљавају 2007. године када је њихова укупна нето актива достигла цифру од 26.129 млрд.\$. Светска економска криза је довела до пада вредности актива фондова за 7.155 млрд.\$ у 2008. У наредном периоду долази до опоравка инвестиционих фондова те је крајем 2012. године њихова актива износила рекордних 26.837. млрд. \$.¹⁹

Графикон 2. Тренд развоја отворених инвестиционих фондова у свету, билион.\$



Извор: Investment Company Institute

Број отворених фондова је имао тренд раста све до почетка финансијске кризе 2008. године. Због кризе долази до смањења броја отворених фондова те је на крају 2009. године било 67 530 активних фондова у свету. Наредних година њихов број се повећава те на крају 2012. ради 73 243 отворених инвестиционих фондова.²⁰

Табела 4.

БРОЈ ОТВОРЕНИХ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА У СВЕТУ								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
СВЕТ	56.868	61.854	66.345	69.032	67.530	69.493	72.611	73.243
АМЕРИКА	13.764	14.474	15.457	16.459	16.932	17.993	19.753	21.103
ЕВРОПА	30.060	33.151	35.210	36.780	34.899	35.292	35.713	34.470
АЗИЈА И ПАЦИФИК	12.427	13.479	14.847	14.909	14.795	15.265	16.198	16.703
АФРИКА	617	750	831	884	904	943	947	967

Извор: Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book

Тржиште инвестиционих фондова је најразвијеније у Америци. Бројност фондова је највећа у Европи што указује да су европски фондови уситњенији, односно управљају мањом просечном вредношћу нето имовине у односу на америчке фондове.

¹⁹ Investment Company Institute, 2013 ICI Fact Book, str.201

²⁰ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, str.202

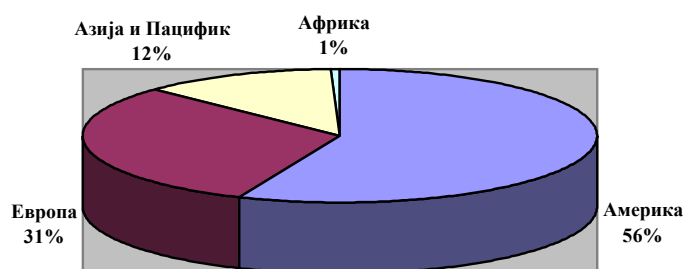
Табела 5 Вредност нето имовине и број инвестиционих фондова, млрд.\$,2012

	Америка	Европа	Азија	Африка	Свет
Број инвестиц. фондова	21 103	34 470	16 703	967	73 243
Вредност активе млрд \$	15 140	8 230	3 322	145	26 837

Извор: *Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book*

Највеће учешће од 56% у активи светских инвестиционих фондова имају амерички инвестициони фондови, међу којима су највећи инвестициони фондови САД који учествују са 49 % у укупној светској активи инвестиционих фондова.²¹

Графикон 3. Структура глобалног тржишта инвестиционих фондова, 2012.



Извор: *Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book*.

После инвестиционих фондова САД следе фондови Луксембурга, Француске, Аустралије, Ирске, Канаде, Велике Британије, Бразила. Висок ниво фондова у Луксембургу објашњава се тако да су код луксембуршких фондова пласирани улози који потичу од инвеститора из других земаља. Такав је случај и са Ирском али у мањој мери, док је ниво фондова релативно низак у неким врло развијеним земљама попут Немачке и Италије.²²

До наглог раста инвестиционих фондова дошло је из више разлога како економских тако, демографских и политичких. Како су они апсорбовали добар део штедње становништва то указује да су се више развили у земљама са већим нивоом дохотка. На њихов развој утицали су и демографски фактори - старење популације, ниво образовања становништва, културно наслеђе у смислу развијености склоности ка штедњи. У политичке факторе спада политичка стабилност, затим јасно дефинисани и законом заштићени својински односи, пореске олакшице итд.

²¹ *Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book str.13.*

²² *Vittorio Conti, Roni Hamoui, "Financial Markets, Liberalisation and the Role of Banks", Cambridge University, 1993, part I*

Табела 6. Кретање обима активе отворених инвестиционих фондова
у милионима УСД долара у периоду 2007 – 2012

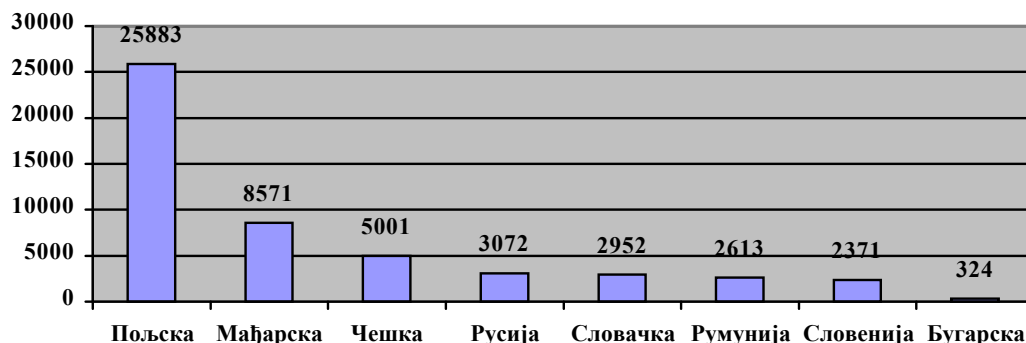
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
С В Е Т	\$26.131.496	\$18.920.057	\$22.945.623	\$24.710.398	\$23.796.672	\$26.837.407
Америка	13.423.089	10.581.988	12.578.593	13.598.071	13.530.122	15.139.998
Аргентина	6.789	3.867	4,470	5.179	6.808	9.185
Бразил	615.365	479.321	783,970	980.448	1.008.928	1.070.998
Канада	698.397	416.031	565.156	636.947	753.606	856.504
Чиле	24.444	17.587	34.227	38.243	33.425	37,900
Коста Рика	1.203	1.098	1.309	1,470	1.266	1.484
Мексико	75.428	60.435	70.659	98.094	92.743	112.201
Тринидад и Тобаго	N/A	N/A	5.832	5.812	5.989	6.505
УСА	12.001.463	9.603.649	11,112,970	11.831.878	11.627.357	13.045.221
Европа	8.934.864	6.231.116	7.545.535	7.903.389	7.220.298	8.230.061
Аустрија	138.709	93.269	99.628	94.67	81.038	89.125
Белгија	149.842	105.057	106.721	96.288	81.505	81.651
Бугарска	N/A	226	256	302	291	324
Чешка Република	7.595	5,260	5.436	5.508	4.445	5.001
Данска	104.082	65.182	83.024	89,800	84.891	103.506
Финска	81.136	48.75	66.131	71,210	62.193	73.985
Француска	1.989.690	1.591.082	1805.641	1.617.176	1.382.068	1.473.085
Немачка	372.072	237.986	317.543	333.713	293.011	327,640
Грчка	29.807	12.189	12.434	8.627	5.213	6.011
Мађарска	12.577	9.188	11.052	11.532	7.193	8.571
Ирска	951.371	720.486	860.515	1.014.104	1.061.051	1.276.601
Италија	419.687	263.588	279.474	234.313	180.754	181,720
Лихенштајн	25.103	20.489	30.329	35.387	32.606	31.951
Луксембург	2.685.065	1.860.763	2.293.973	2.512.874	2.277.465	2.641.964
Малта	N/A	N/A	N/A	N/A	2.132	3.033
Холандија	113.759	77.379	95.512	85.924	69.156	76.145
Норвешка	74.709	41.157	71,170	84.505	79.999	98.723
Пољска	45.542	17.782	23.025	25.595	18.463	25.883
Португал	29.732	13.572	15.808	11.004	7.321	7.509
Румунија	390	326	1.134	1.713	2.388	2.613
Русија	7.175	2.026	3.182	3.917	3.072	N/A
Словачка	4.762	3.841	4.222	4.349	3.191	2.952
Словенија	4.219	2.067	2,610	2.663	2.279	2.371
Шпанија	396.534	270.983	269.611	216.915	195.221	191.284
Шведска	194.955	113.331	170.277	205.449	179.707	205.733
Швајцарска	176.282	135.052	168,260	261.893	273.061	310.686
Турска	22.609	15.404	19.426	19.545	14.048	16.478
Велика Британија	897,460	504.681	729.141	854.413	816.537	985.517
Азија и Пацифик	3.678.330	2.037.536	2.715.234	3.067.323	2.921.276	3.322.198
Аустралија	1.192.992	841.133	1.198.838	1.455.851	1.440.128	1.667.128
Кина	434.063	276.303	381.207	364.985	339.037	437.449
Хонг Конг	818.421	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Индија	108.582	62.805	130.284	111.421	87.519	114.489
Јапан	713.998	575.327	660.666	785.504	745.383	738.488
Кореја	329.979	221.992	264.573	266.495	226.716	267.582
Нови Зеланд	14.924	10.612	17.657	19.562	23.709	31.145
Пакистан	4.956	1.985	2.224	2,290	2,984	3.159
Филипини	2.09	1.263	1.488	2.184	2.363	3.566
Тајван	58.323	46.116	58.297	59.032	53.437	59.192
Африка	95.221	69.417	106.261	141.615	124.976	145,150
Северна Африка	95.221	69.417	106.261	141.615	124.976	145,150

Извор: Investment Company Institute, 2012, ICI Fact Book

У већини транзиционих земаља инвестициони фондови су се јавили најпре у форми приватизационих фондова са улогом да олакшају и убрзају процес приватизације. Неприпремљено увођење ових институција у многим земљама довело је код многобројних грађана до стварања искривљене слике о инвестиционим фондовима као модерним и ефикасним учесницима на финансијском тржишту. Међу земљама које су успеле да развију

индустрију инвестиционих фондова више од осталих транзиционих земаља спадају Пољска, Мађарска и Чешка.

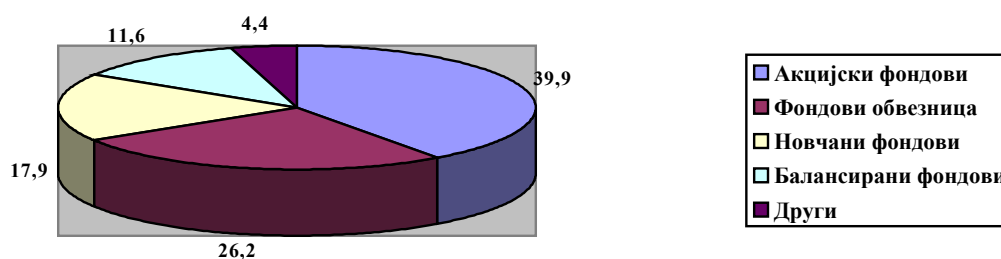
Графикон 4. Активе инвестиционих фондова транзиционих земаља, милиони \$, 2012.



Извор: Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book.

Инвестициони фондови у свету улажу у различите ХоВ. Они пласирају у акције компанија што доноси већи принос али и већи ризик, у државне обвезнице и обвезнице компанија, што повлачи мањи принос и мањи ризик; у краткорочне вредносноне папире уз најмањи принос и најмањи ризик.

Графикон 5. Структура светских инвестиционих фондова (%), 2012.



Извор: EFAMA International Statistical Release

На крају 2012. године фондови акција имали су највећу нето активу од 10 713 милијарди \$ (40%), а затим фондови обвезница 7 027 милијарди \$ (26%) и фондови тржишта новца 4 793 милијарди \$ (18%). Актива балансираних фондова је износила 3 127 милијарди \$ (11,6%) и осталих фондова 1 177 милијарди \$ (4,4%).²³

²³ EFAMA International Statistical Release, str.14

У САД највећу вредност активе имају акцијски фондови, нешто мању фондови обвезница, затим новчани и балансирани фондови. У Европи су прилично уједначене вредности актива акцијских фондова и фондова обвезница. Инвестирање у новчане фондове и балансиране је готово истоветно али далеко мање него у претходне две групе фондова. У Азији и Пацифику се највише инвестира у акцијске фондове. У Африци доминирају балансирани фондови мада је целокупна индустрија фондова неразвијена.²⁴

Табела 7. Географски трендови по типовима фонда, 2012. год. (млрд. \$)

	Тотал	Акцијски фондови	Фондови обвезница	Фондови тржишта новца	Балансирани фондови	Остали фондови
Свет	26.837	10.713	7.027	4.793	3.127	1.177
Америка	15.140	6.319	4.216	2.849	1.634	121
Европа	8.230	2.769	2.440	1.339	1.312	370
Азија и Пациф.	3.322	1.591	369	576	130	656
Африка	145	34	2	29	51	30

Извор: EFAMA International Statistical Release

Анализе указују на велику концентрацију индустрије инвестиционих фондова у свету. У просеку 10 највећих инвестиционих компанија у свакој земљи има 78% тржишног удела инвестиционих фондова.²⁵ Према *Morningstar*овој листи највеће фамилије фондова у 2012. години били су: *Vanguard*, *Fidelity*, *American funds*, *PIMCO*, *Franklin Templeton*, *Black Rock*, *T.Rowe Price*, *JP Morgan*, *Invesco* и *UBS*.²⁶ Више од 80% капитала узајамних фондова у свету припада некој фамилији фондова.²⁷ Највеће три фамилије фондова у САД у 2013. години чиниле су преко 35% тржишног учешћа заједничких фондова. У банкарској индустрији је таква концентрација активе још израженија у којој 5 највећих банкарских холдинга има у посед више од 60% активе ове индустрије.²⁸

1.1.1. Инвестициони фондови у Сједињеним Америчким Државама

САД су земља са најразвијенијом индустријом инвестиционих фондова у којој ове финансијске институције имају веома значајно место у финансијама и укупној економији земље. Још 2003. године 260 милиона акционара уложило је 7,4 билиона \$ у 8126 инвестиционих фондова, што је представљало 18% од укупних финансијских средстава

²⁴ EFAMA International Statistical Release, str.14

²⁵ Miguell A.Ferreirra, Sofia Brito Ramos, *Mutual Fund Industry, Competition and Concentration: International Evidence*, Nova School of Business and Economics, ISCTE School of Business, 2009, cmp.19

²⁶ 2012. Annual Global Flows Report, Morningstar, str.8

²⁷ Daniel Li, *Mutual Fund Family Strategies and Bayesian Alphas*, Markov Processes International LLC, 2012, str.2

²⁸ Hedge funds: An Introduction; Understanding a Critical Tool in the Global Economy, Managed Funds Association, 2013, cmp.31

америчке популације. Око 26% домаћинстава определило се да инвестира у фондове пре него у банке или неку другу врсту инвестиција.²⁹

Иако се сматра да су први инвестициони фондови настали у Европи они најзначајнији развој доживљавају у САД. Почетак рада инвестиционих фондова у САД неки историчари везују за *Massachusetts Hospital Life Insurance Company* која је 1823. прва извршила прикупљање улога ради инвестирања за рачун улагача.³⁰ Други њихов настанак везују за *Boston Personal Property Trust*, основан је 1893. године као затворени фонд. Постоји и мишљење да је први фонд основан 1907. под називом *The Boston Personal Property Trust*.³¹ У нешто већем броју фондови се оснивају средином 1920-их година и то затвореног типа а задржали су доминантну позицију све до краја 1930-их година. Први отворени фондови основани су 1924. године - *Massachusetts investors trust* и *State street investment trust*.

Велика економска криза која је трајала од 1923. до 1933. године практично је збрисала инвестиционе фондове. До 1923. год. било их је свега 15. Криза је опустошила инвестиционе компаније нарочито оне које су биле доста задужене путем обвезница и преференцијалних акција.³² Зато је отвореним фондовима, након кризе, било забрањено задуживање путем емитовања обвезница, преференцијалних акција или на било који други начин. Донет је закон о инвестиционим компанијама 1940. год. а основана је и Национална асоцијација инвестиционих компанија те интерес за улагање у инвестиционе компаније расте. Коначан опоравак фондова у САД уследио је тек 60-их година 20. века а у 80-им годинама основани су нови типови фондова.

Прави бум инвестициони фондови доживљавају у 80-им и 90-им годинама 20. века. Након краха на Њујоршкој берзи у октобру 1987. године дошло је до повлачења улога инвеститора због опште несигурности. Већ почетком 1990-их инвестирање у инвестиционе фондове поново долази у жижу интересовања. Почетак 1990-их година представља и почетак једног периода који се назива *ером инвестиционих фондова* у САД. Формирана је Државна комисија за ХоВ (*The Security and Exchange Commission-SEC*). Свака емисија ХоВ инвестиционих фондова мора бити регистрована код Комисије за ХоВ (*SEC*). Законом о инвестиционим фондовима је регулисано да инвестиционе компаније морају ставити на

²⁹ Anderson Seth, Ahmed Parvez, *Mutual funds-Fifty Years of Research Findings*, New York, Springer, 2005, str.1

³⁰ Anderson Seth, Ahmed Parvez, *Mutual funds-Fifty Years of Research Findings*, New York, Springer, 2005, str.9

³¹ Jim Mc Whinney, "A Brief History of the Mutual Fund", 5 december 2005,

www.investpedia.com/articles/mutualfunds/05/MFhistory.asp

³² Дејан Шошкић, *Хартије од вредности*, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, 2006, стр.256

увид потенцијалним инвеститорима циљ и инвестициону политику фонда, као и своје периодичне финансијске извештаје и детаљну структуру провизија које наплаћују.

Током кризе 2008. и 2009. поново је дошло до пада целокупне активности фондова и великог повлачења средстава због панике међу инвеститорима. У том периоду дошло је до преусмеравања инвестиција из средстава високог ризика ка фондовима обвезница и фондовима тржишта новца. Као одговор на кризу комисија за ХоВ (*SEC*) је усвојила нова правила јануара 2010. године у циљу јачег регулисања фондова тржишта новца. Циљ промена је да фондови тржишта новца боље издрже тржишне кризе и да се боље заштите инвеститори.³³

Данас инвестициони фондови представљају једну од најзначајнијих институција на финансијском тржишту САД са најдинамичнијом стопом раста. Отворени фондови су највећа групација која учествује са близу 90% у укупној активи фондова.

Табела 8. Укупна нето актива свих инвестиционих фондова у САД по типу
у млрд. \$ у периоду 1998 – 2012.

	Отворени инвестициони фондови	Затворени инвестициони фондови	ЕТФ <i>Exchange-Traded Fund</i>	UITs <i>Unit invest. trusts</i>	Укупно
1998	5.525	156	16	94	5.790
1999	6.846	147	34	92	7.119
2000	6.965	143	66	74	7.247
2001	6.975	141	83	49	7.248
2002	6.383	159	102	36	6.680
2003	7.402	214	151	36	7.803
2004	8.095	253	228	37	8.613
2005	8.891	276	301	41	9.509
2006	10.398	297	423	50	11.167
2007	12.001	312	608	53	12.975
2008	9.604	184	531	29	10.348
2009	11.113	224	777	38	12.152
2010	11.832	238	992	51	13.113
2011	11.627	243	1.048	60	12.979
2012	13.045	265	1.337	72	14.719

Извор: *Investment Company Institute 2013 ICI Fact Book*

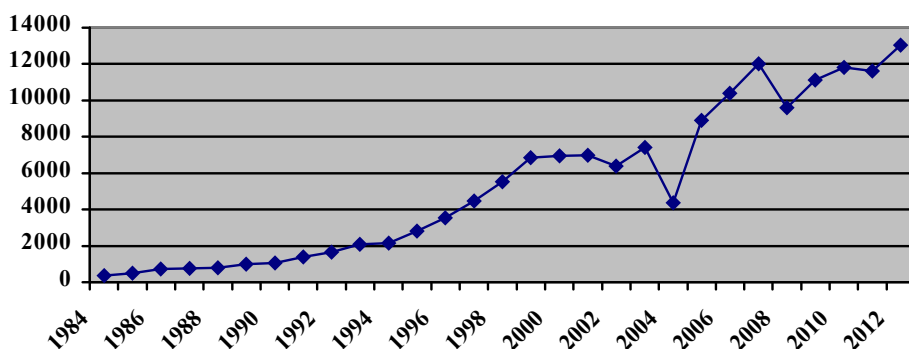
На крају 2012. године имовина свих инвестиционих фондова у САД је износила 14 719 милијарди \$ од чега на отворене фондове отпада 13 045 милијарди \$. Радило је укупно 16 380 инвестиционих фондова. Од тог броја 8 752 се односи на отворене фондове, 602 на затворене, 1 239 *Exchange-Traded Fund* (ETF) и 5 787 *Unit investment trusts* (UITs). Кретање целокупне индустрије фондова има скоро идентичан тренд као кретање отворених фондова. Више стопе приноса у односу на штедне депозите, уз релативну сигуност и висок степен ликвидности учинили су инвестиционе фондове најпопуларнијим и најбољим

³³ *Ioan E. Nistor, Global Tendencies in Investment Fund Market Development, Finance Challenges at the Future, 2011, str.18*

средством дугорочне штедње. Број инвеститора у инвестиционе фондове обухвата више од 90 милиона људи што значи да свако друго домаћинство инвестира у неки од фондова.³⁴

Имовина фондова је упркос лошим предвиђањима, годинама расла. Тренд се прекида са наступањем финансијске кризе која је готово преполовила акцијске фондове и битно смањила активу осталих фондова у САД. Међутим већ од наредне године отворени инвестициони фондови се опорављају. На крају 2012. године достигли су вредност од 13 045 милијарди \$ што у односу на 1984. год. представља 35 пута већу имовину. Њихова имовина је 1984. године била свега 370,68 милијарди \$.³⁵

Графикон 6. Актива отворених инвестиционих фондова, млрд. \$



Извор: Investment Company Institute 2013, ICI Fact Book

Индустрија инвестиционих фондова запошљава велики број радника у САД. Од 1997. до 2011. године запосленост у индустрији инвестиционих фондова је порасла за 39%, од 114 000 до 159 000 радника. Највећа запосленост је била 2007. када је обухватила 168 000 радника. Масачусетс и Њујорк су најважнији центри који запошљавају 30% од укупног броја радника.³⁶

Инвестиционе компаније САД су највећи инвеститори на домаћем финансијском тржишту за протеклих 20 година. Оне су највећи инвеститори у акције америчких компанија са учешћем од 28% на крају 2012. године. Њихово учешће у трговини америчким и међународним обвезницама је 16%. Оне су највећи инвеститор тржишта комерцијалних папира што је важан извор краткорочног финансирања америчких и међународних корпорација са високим учешћем од 42%. У финансирању трезора и владиних агенција учествују са 12% а општинских хартија са 28%.³⁷

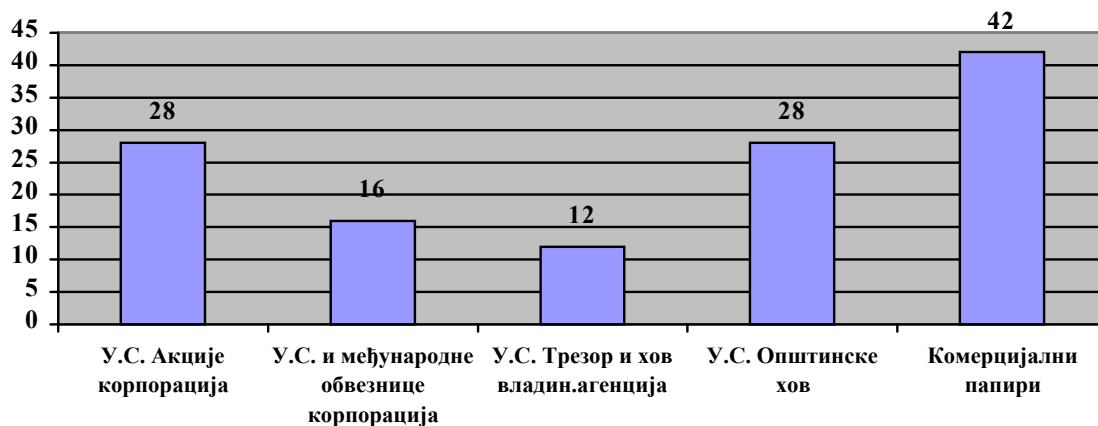
³⁴ Investment Company Institute 2013 ICI Fact Book, str 18

³⁵ Investment Company Institute 2013 ICI Fact Book

³⁶ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, str. 19

³⁷ Investment Company Institute 2013 ICI Fact Book, str 12, 13

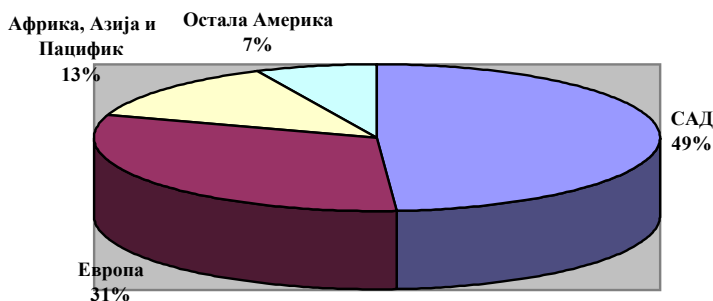
Графикон 7. Процент учешћа инвестиционих компанија у укупном тржишту хартија, крај 2012.



Извор: Investment Company Institute 2013 ICI Fact Book

Са 13 билиона \$ имовине индустрија отворених инвестиционих фондова САД је по величини највећа на свету. Она чини 49% светске нето активе фондова.³⁸

Графикон 8. Структура глобалног тржишта инвестиционих фондова (%), 2012



Извор: Investment Company Institute 2013 ICI Fact Book

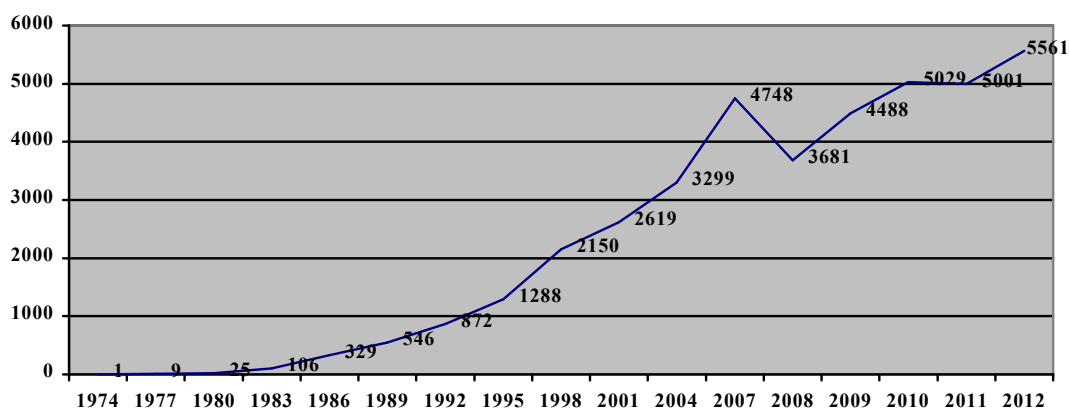
На овакав развој инвестиционих фондова утицао је пад каматних стопа банака на штедњу грађана. То је учинило уноснијим инвестирање у фондове. Скоро половина америчких домаћинстава инвестира у заједничке фондове.³⁹ Други разлог је раст

³⁸ Investment Company Institute 2013 ICI Fact Book, стр.25

³⁹ Samuel D. Brunson, Mutual Funds, Fairness and the Income Gap, Loyola University Chicago School of Law, 2012., стр.3

популарности индивидуалних пензионих шема односно њихова симбиоза са инвестиционим фондовима (*Individual retirement account-IRA*). *IRA* пензиони планови су установљени 1974. год. и данас чине 25% пензионе активе нације.⁴⁰ Око 47,3 милиона домаћинстава у САД има пензионе планове *IRA*. Њихова нето актива је имала тренд раста до 2007. год. да би због светске економске кризе у 2008. њихова вредност пала за 24% и износила 3,7 билиона \$. У наредном периоду се опоравила целокупна индустрија фондова те нето актива пензионих планова *IRA* на крају 2012. достиже 5,6 билиона \$.⁴¹

Графикон 9. Тренд развоја *IRA* планова, млрд.\$



Извор: *Investment Company Institute 2013 ICI Fact Book*

Првих неколико деценија фондови су инвестирали скоро искључиво у акције корпорација (скоро 90%). Почетком 1970-их година раст осцилација курсева акција и раст стопа инфлације условили су пад интересовања за инвестирање у корпорације те долази до одлива капитала из система инвестиционих фондова. Као одговор на новонасталу ситуацију систем је креирао фондове новчаног типа. Године 1972. основан је први инвестициони фонд тржишта новца. Већ 1982. године у САД је било око 450 инвестиционих фондова на тржишту новца.⁴²

Данас су већина америчких фондова дугорочни фондови. У периоду од 2000. фондови акција су имали растући тренд и били водећи међу фондовима до 2008. године када бележе драстичан пад. Оштар пад капитала у САД и у свету негативно се одразио на инвестиционе фондове у време кризе те новчани фондови преузимају примат са највећим обимом активе. Након кризе акцијски фондови јачају и поново заузимају водеће место међу фондовима. Вредност активе новчаних фондова опада. Актива фондова обвезница достигла

⁴⁰ *Craig Copeland, IRA Asset Allocation, Employee Benefit Research Institute (EBRI), 2011, str.1*

⁴¹ *Investment Company Institute 2012, ICI Fact Book, str.125*

⁴² *Шошковић Дејан, Хартије од вредности, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, 2006, стр.256*

је највећу вредност у 2012. години што је представљало повећање за преко 19% у односу на претходну годину. Актива хибридних фондова лагано расте изузев у периоду кризе када су имали пад вредности.

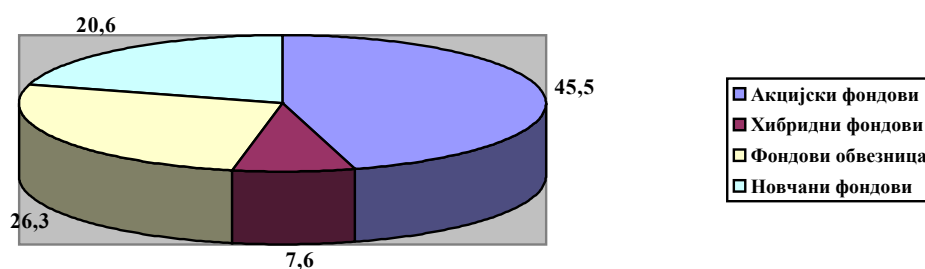
Табела 9. Кретање обима активе отворених фондова у милијардама \$
према врстама инвестиционих фондова у САД

Година	Тотал	Акцијски Фондови	Хибридни фондови	Фондови обвезница	Новчани фондови
2000	6 964,63	3 938,81	363,78	816,79	1 845,25
2001	6 974,91	3 396,31	362,16	931,13	2 285,31
2002	6 383,48	2 645,81	335,02	1 137,57	2 265,08
2003	7 402,42	3 654,79	449,22	1 258,38	2 040,02
2004	8 095,08	4 344,09	548,35	1 301,31	1 901,34
2005	8 891,11	4 886,83	609,78	1 367,68	2 026,82
2006	10 397,94	5 833,29	720,69	1 505,50	2 338,45
2007	12 001,46	6 416,79	807,65	1 691,26	3 085,76
2008	9 603,65	3 640,01	553,91	1 577,49	3 832,24
2009	11 112,97	4 872,65	697,63	2 226,80	3 315,89
2010	11 831,88	5 596,17	807,77	2 624,01	2 803,92
2011	11 627,36	5 215,26	842,80	2 877,88	2 691,42
2012	13 045,22	5 934,30	991,00	3 426,39	2 693,52

Извор: Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book

На крају 2012. године у САД било је 45,5% акцијских фондова, 26,3% фондова обвезница, 20,6% новчаних фондова и 7,6% хибридних фондова.⁴³

Графикон 10. Процентуално учешће појединих типова фондова
у укупној активи отворених инвестиционих фондова, 2012.



Извор: Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book

Домаћи отворени фондови акција, они који инвестирају пре свега у акције америчких корпорација, чине око 33% укупне активе фондова. Светски фондови акција, они који првенствено инвестирају у међународне корпорације, чине око 12% активе. Укупни приноси на америчке акције су били око 3,5% годишње од 2000. до 2012. те су

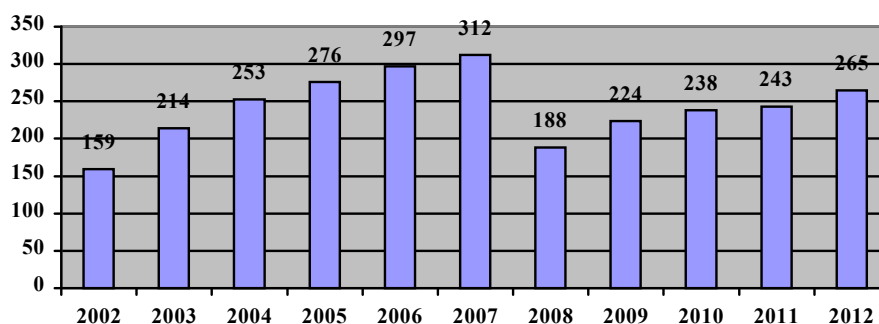
⁴³ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, cnp.25

домаћи фондови акција имали одливе последњих 7 узастопних година.⁴⁴ Просечни приноси обвезница у последњих дванест година су били 6% годишње. Приноси државних обвезница су били далеко слабији од корпоративних (4%) те су њихови нето новчани токови били ниски.⁴⁵ Цене корпоративних обвезница су расле у 2012. и њихови приноси су се кретали између 10-16% годишње. Инвеститори су постали заинтересовани и за глобалне корпоративне обвезнице.⁴⁶

Затворени инвестициони фондови имају далеко мањи значај од отворених фондова. Процењује се да 1,9 милиона или 2% америчких домаћинстава инвестира у затворене фондове. Карактеристике домаћинстава која инвестирају у затворене фондове се разликују од оних који инвестирају у отворене фондове. Ова домаћинства су у просеку старија, просечне старости 61 годину и имају већа финансијска средства него домаћинства која инвестирају у отворене фондове. Домаћинства која инвестирају у затворене фондове имају приход изнад националног просека.⁴⁷

Затворени фондови су имали нето имовину од 188 милијарди \$ у 2008. и што је смањење у односу на претходну годину за 40%. Овај пад вредности у великој мери узрокован је падом вредности имовине фондова акција (48%) али је и пад вредности фондова обвезница био велики (33%). Након кризе и ови фондови се опорављају и њихова нето имовина се повећава, те крајем 2012. достиже 265 милијарди \$ али је још увек испод максималне вредности из 2007.године (312 млрд \$).⁴⁸ Од укупно 602 затворена фонда на крају 2012. године на фондове акција отпада 211 а фондове обвезница 391 фонд или 65%.⁴⁹

Графикон 11. Имовина затворених инвестиционих фондова, млрд. \$



Извор: Investment Company Institute, ICI Fact Book

⁴⁴ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, cmp.26,34

⁴⁵ Ioan E. Nistor, Global Tendencies in Investment Fund Market Development, Finance Challenges at the Future, 201, str.18

⁴⁶ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, cmp.35

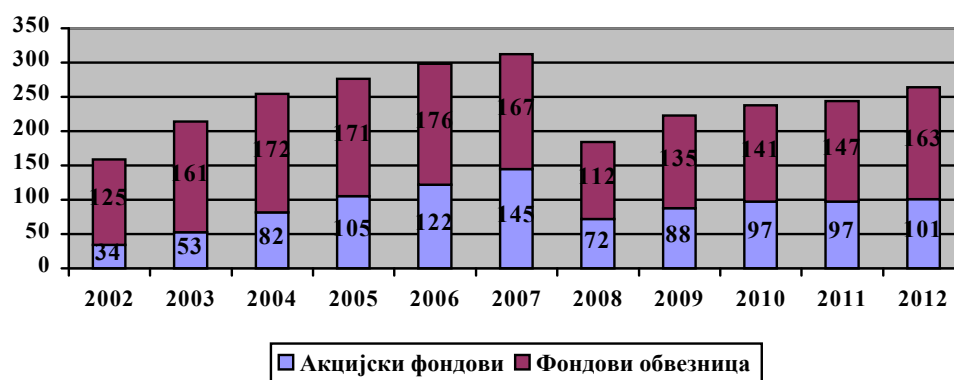
⁴⁷ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, str.68

⁴⁸ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, str.61

⁴⁹ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, str.65

Историјски гледано затворени фондови обвезница су чинили преко 78% укупних средстава затворених фондова а остатак су чинили акцијски фондови. Током времена учешће акцијских фондова расте. На крају 2012. капитал затворених фондова обвезница износи 163 милијарди \$ или 62% а фондова акција 101 милијарду \$ или 38%.⁵⁰

Графикон 12. Нето актива затворених фондова обвезница и акција, млрд.\$



Извор: Investment Company Institute, Fact Book

Први *Unit investment trusts (UITs)* појавио се 1961. год. и био је труст обвезница без пореза. Већина средстава тадашњих *UITs-a* је било уложено у обвезнице. Међутим са касним 1990-тим средства уложена у акцијске *UITs-e* су превазишла она која су уложена и у опорезиве и у неопорезиве трустове обвезница. У 2011.год. акцијски трустови учествују са преко 68% у укупним *UITs-овима* а 2012. они учествују са преко 72%. Укупна актива 5 787 трустова *UITs-a* износила је 72 милијарде \$ на крају 2012. што је повећање за 20%.⁵¹

Exchange-Traded Fund (ETF) су се појавили почетком 90-тих година комбинујући одлике традиционалних отворених и затворених фондова.⁵² Убрзо, 1993. је *Street Global Advisors* издао наука, *SPDR S&P500 (Standard & Poors Depositary Receipts Standard & Poors 500)*, који прати кретање *S&P 500* индекса (*Standard & Poors 500*) и од тада им популарност и прикупљена имовина расту брзим темпом. Следио је развој великог броја ETF-ова везаних за одређене секторе, индустрије, робе и регије. На крају 2012. године робни ETF-ови су чинили 47 одсто укупне нето имовине ових фондова. Раст имовине ETF-ова фасцинантан је у протеклим годинама. Имовина ETF-а у САД је крајем 1998. године износила 16 млрд. \$ а крајем 2012. чак 1337 млрд. \$.⁵³

⁵⁰ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, str.63

⁵¹ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, str.17

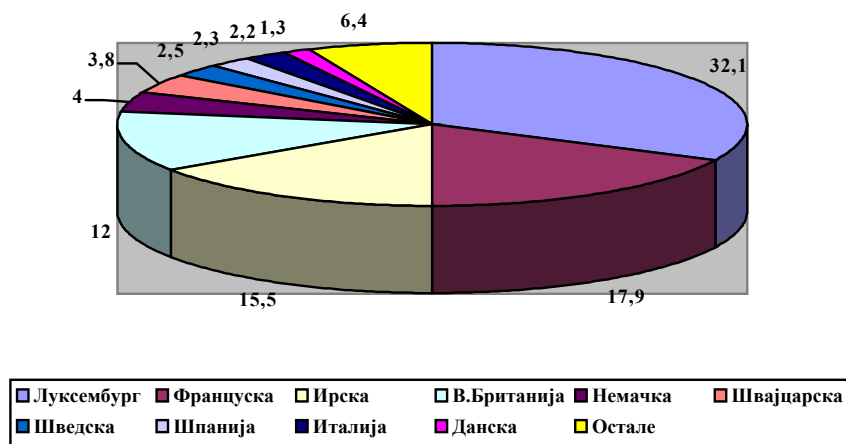
⁵² Bob Pozen, Steve T.Vickers, *Exchange-Traded Funds at Vanguard, Harvard Business School Strategy Unit Case No. 311-134, 2011, str.2*

⁵³ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, str.47

1.1.2. Инвестициони фондови у Европи

Европа је други регион по величини развијености инвестиционих фондова, који заједно са фондовима САД представља преко 80% укупне светске имовине инвестиционих фондова. Према подацима *Investment Company Institute* укупна актива отворених фондова у Европи крајем 2007. год. достиже свој историјски максимум од 8 934 милијарди \$. Светска економска криза је негативно утицала на европске фондове те је њихова актива крајем 2008. године пала на 6 231 милијарду \$.⁵⁴ У 2009. год. фондови у Европи су се опоравили и њихова имовина је повећана за преко 20%. Пад каматних стопа натерао је инвеститоре да траже алтернативу банковним депозитима у циљу добијања већих прихода. Ниске цене акција и повратак поверења у тржиште капитала довели су до опоравка инвестирања у фондове. Повећано је инвестирање средстава изван граница Европе посебно у Азију. Фонодови у Европи јачају и вредност њихове активе се повећава у наредном периоду. Крајем 2012. године 34 470 отворених фондова у Европи имало је активу од 8 230 милијарди \$ или 6 237 милијарди еура.⁵⁵

Графикон 13. Учешће појединих земаља у укупној активи отворених фондова (%), 2012



Извор: EFAMA International Statistical Release, str.15

Највеће учешће у укупној нето активи европских инвестиционих фондова имају фондови из Луксембурга, преко 32%, затим из Француске, Ирске, Велике Британије. Ове четири земље чине 77,5% активе свих европских фондова.⁵⁶

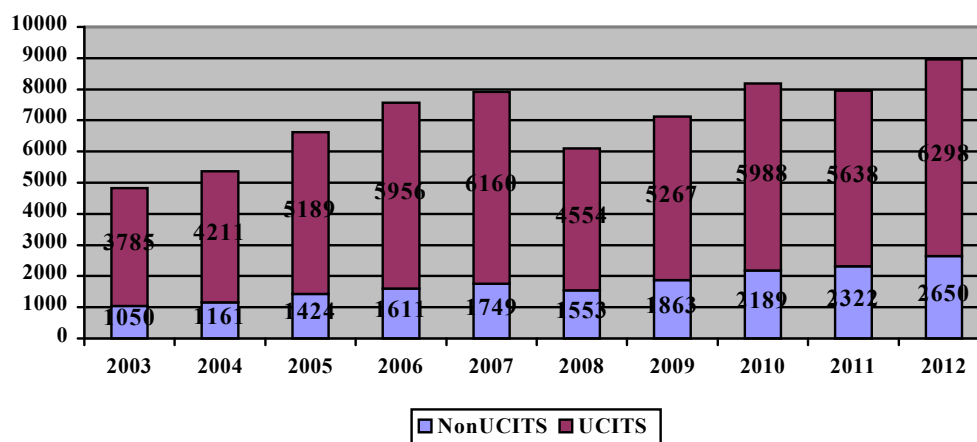
⁵⁴ EFAMA International Statistical Release, str.11

⁵⁵ EFAMA International Statistical Release, str.12

⁵⁶ EFAMA International Statistical Release, str.12

Као и у свету и у Европи су најзаступљенији отворени (*UCITS-Undertakings for Collective investment in Transferable Securities*) фондови. Њихова актива се креће од 70-75% у укупној активи инвестиционих фондова. Иако *non-UCITS* фондови заостају за њима, у поређењу са САД у Европи су развијенији и имају веће учешће у укупној активи инвестиционих фондова. На крају 2012. године од укупно 54 467 фондова 19 095 су били *non-UCITS*.⁵⁷

Графикон 14. Актива европских инвестиционих фондова по типу, млрд. еура



Извор: EFAMA Annual Report, 2008,2012

За разлику од САД где наклоност инвеститора ка фондовима обвезница датира још од 2007. године у Европи су инвеститори били више наклоњени фондовима акција. Највеће учешће у нето вредности aktive отворених фондова имају акцијски фондови, затим фондови обвезница а за њима новчани и балансирани фондови. Од укупне вредности акцијских фондова (2098 млрд. еура) преко 75% отпада на акцијске фондове Луксембурга, Велике Британије, Француске и Ирске.⁵⁸

Према многим ауторима *Велика Британија* се сматра колевком инвестиционих фондова. Први инвестициони труст је формиран у Лондону 1868. год. и уложио је у стране државне обвезнице. У већем броју они се отварају у другој половини 19. и почетком 20. века најпре у Шкотској а затим у целој земљи. До 1875. у Великој Британији је отворено више од 50 фондова затвореног типа. Све је више расло интересовање за инвестиционе фондове те долази до праве експанзије у њиховом развоју.⁵⁹ Јављају се у два основна облика: трустови са уделима – *Unit Trust* (одговарају типу отворених фондова у САД) и инвестициони фондови - *Investment Trust* (одговарају типу затворених фондова).

⁵⁷ EFAMA International Statistical Release, str.10

⁵⁸ EFAMA International Statistical Release, str.15

⁵⁹ K. Geert Rouwenhorst, *The origins of mutual funds*, Yale School of Management, Yale University, 2004. str.17

Фондови затвореног типа у Великој Британији стичу право на изузеће од плаћања пореза уколико се њиховим акцијама тргује на берзи и остварују најмање 70% прихода по основу инвестирања у ХоВ. Они не могу инвестирати више од 10% своје активе у ХоВ било ког појединачног емитента. Највише 15% нето прихода фонда може остати недистрибуирано акционарима.

Фондови отвореног типа у Великој Британији су дуго били изложени озбиљним регулативама. Организациони носиоц фонда је морао имати акцијски капитал који је емитован у износу не мањем од 500 000 фунти од којих најмање 250 000 фунти мора бити уплаћено; допуштено је инвестирање само у ХоВ а при том само 5% вредности активе може бити инвестирано у ХоВ које се не котирају на берзи; максимално 5% активе може бити инвестирано у ХоВ једног емитента и не може поседовати више од 10% акцијског капитала било ког појединачног емитента.⁶⁰

У политичким дебатама након недавне финансијске кризе често се тврди да је дерегулација довела до повећаног ризика у индустрији финансијских услуга. После регулаторне промене 1997. Велика Британија је обједињена са САД стандардима. Пре 1997. само trustови су могли да учествују у индустрији. Trustови (*unit trusts*) су били ексклузивни играчи у фондовској индустрији више од једног века. Након дерегулације индустрија британских фондова је отворена за корпорације. Од тада су регулаторна ограничења опуштена, конкуренција интензивирана а ризик значајно повећан.

Британска индустрија фондова је расла на три године просечно по 317 милијарди фунти пре 1997. године а 565 милијарди фунти после. Број фондова је порастао са 1698 на 2453 после 1997. год. Број trustова је опао са 1698 на 1574. Док у САД индекс није имао готово никакве промене у Великој Британији је након 1997. индекс опао за 22% ($p\text{-value}=0,017$). Већу конкуренцију на британском тржишту пратила су попуштања регулаторног оквира.⁶¹ Фондови у Великој Британији инвестирају пре свега у акције а мање у обвезнице и инструменте тржишта новца. Око 55% пласмана усмерено је у акције британских компанија а 38% у акције страних компанија. У индустрији британских фондова све је већа диференцијација производа. После 1997. индексни фондови постају све значајнији у индустрији британских фондова и повећавају своје учешће у овој индустрији са 2,14% на 5%.⁶²

⁶⁰ Adams Andrew, *Investment, Graham and Trotman, London, 1989, str.185*

⁶¹ Joseph A. Warburton, *Competition in Financial Services: Evidence from British Mutual Funds, Syracuse University, Syracuse, 2012, str.4,5,9*

⁶² Joseph A. Warburton, *Competition in Financial Services: Evidence from British Mutual Funds, Syracuse University, Syracuse, 2012, str.9*

Француски инвестициони фондови су лидери у Европи и заједно са луксембуршким фондовима чине 50% активе европских инвестиционих фондова. Они нуде најшири дијапазон финансијских продуката и имају најниже марже у Европи.⁶³ Инвестициони фондови у Француској су настали тек 60-их година XX века. Први отворени фонд основан је 1964. године а први затворени фондови 1967.године. Отворени и затворени фондови у Француској разликују се од истих у САД. У Француској отворени фондови су акционарска друштва док су затворени фондови трустови који место акција имају инвестиционе уделе.

Све до краја 70-их година инвестициони фондови на финансијском тржишту Француске имали су скромну улогу. Тек изменом низа закона дат је додатни импулс њиховом развоју. Тако је 1978. године измењен порески закон којим је уведено изузеће плаћања пореза на приходе домаћинстава који инвестирају у француске компаније. Након тога, 1981. године плафонирани су каматне стопе на депозите. Законом од 1985. и уредбом од 1986. фондовима је дозвољено да користе фјучерсе и опције. Коначно доношењем новог закона о инвестиционим фондовима 1988. створен је амбијент који је довео до убрзаног развоја инвестиционих фондова.⁶⁴ Французи са растом животног стандарда и све већом могућношћу за штедњу све више улажу у инвестиционе фондове. Један од видова улагања за које су Французи били увек заинтересовани- улагање у некретнине, постоји и даље, али сада преко инвестиционих фондова. То су затворени фондови који су најпре креирани да би привукли штедњу у финансирање изградње некретнина - пословних простора за издавање а затим и стамбених некретнина за издавање.

Затворени фондови у Француској припадају финансијским институцијама које инвестирају у ризични капитал (*venture capital*). Значајан подстицај развоју ових фондова допринело је доношење Делоровог закона 1983. године који је омогућио оснивање тзв. заједничких фондова за ризично инвестирање. Они имају рок трајања седам година. Њима управљају специјализоване тзв. *garant* менаџмент компаније које управљају најчешће са више фондова одједном. Овим фондовима се не тргује на берзи и вредност њихових инвестиционих јединица се не утврђује на тржишту већ два пута годишње на основу процене вредности хартија у портфолиу.

У Француској су отворени фондови бројнији и располажу већом активом и они се за разлику од САД котирају на берзи. Иако су први краткорочни фондови у Француској настали тек 1981. данас портфолио фондова тржишта новца чине сви познати инструменти

⁶³EFAMA *International Statistical Release*, str.15

⁶⁴ Данијела Вукајловић Грба, *Инвестициони фондови-страна искуства и домаће могућности*, Централна банка Ц.Горе, Подгорица, 2007, стр.181

тржишта новца као и инструменти хедџинга од ризика. Фондови тржишта новца и краткорочних ХоВ су водећи у француској индустрији инвестиционих фондова.⁶⁵

Важна карактеристика француских фондова је њихова велика повезаност са банкама. Банке управљају њима и продају њихове акције уз веома ниске марже. Тако је до 1989. године акције фондова било могуће купити само у банкама, а клијенту једне банке нуђене су на продају само акције фондова којима управља та банка.⁶⁶

Први инвестициони фонд *Zickert sche Kapitalverein* у Немачкој је основан 1923. год. и био је затвореног типа. У Немачкој данас постоје две врсте фондова: јавни и приватни. Јавни фондови обављају послове са великим бројем субјеката. Они могу бити: јавни фондови који инвестирају у обвезнице и они који инвестирају у акције. Јавни фондови који инвестирају у обвезнице су углавном оријентисани ка инвестирању у краткорочне инструменте тржишта новца. Приватни фондови или специјални фондови раде са осигуравајућим друштвима и пензионим фондовима. У Немачкој постоји регулатор *BaFin* за надзор кредитних институција, финансијских услуга, осигурања и ХоВ. Он издаје све прописе и смернице везане за њихов рад. *BaFin* је регулатор на националном нивоу а *ESMA* (*European Securities and Markets Authority*) на европском нивоу.⁶⁷

У Немачкој је банкарски сектор успео да очува своје позиције због високих провизија код трансакција са хартијама од вредности на финансијском тржишту. У Италији ја слична ситуација као у Немачкој где фондови имају двоструко веће трошкове од уобичајених на тржишту у свету. У обема државама банке и осигуравајуће куће су доминантне у дистрибуцији акција фондова.

Отворени инвестициони фондови регистровани у *Луксембургу* имају највећу активу јер ова земља има најповољнији порески третман добити. Законодавци су у Луксембургу створили још повољнији амбијент него што је у Француској, те инвестиционе фондове у Луксембургу углавном оснивају Французи.

Тржиште новца и капитала у земљама ЕУ постала су дубља и ликвиднија увођењем евра. То је имало за последицу увећан значај финансирања преко тржишта наспрам финансирању преко банака. У том процесу банке се сусрећу са врло оштром конкуренцијом од стране инвестиционих фондова и других институционалних инвеститора. Међутим улога банака у западним земљама није запостављена. Данас међу развијеним земљама неке су и даље са доминантним банкарским системом као Немачка, Италија, Јапан, Француска.

⁶⁵ Alexander Jordis Lohausen, *Money Market Funds in France*, Elsevier Science Publishers, 1991, str.71

⁶⁶ Данџела Вукајловић Грба, *Инвестициони фондови-страна искуства и домаће могућности*, Централна банка Ц.Горе, Подгорица, 2007, стр.186

⁶⁷ Morningstar, *Global Fund Investor Experience 2013. Report*

1.2. Савремени трендови у развоју инвестиционих фондова

Глобална финансијска тржишта су била прилично мирна у 2012. години упркос текућој светској економској неизвесности. Актива инвестиционих фондова у свету је порасла у односу на 2011. за преко 12% и забележила свој максимум. Инвестициони фондови су остварили нето приливе од 828 милијарди еура. На то се рефлектовао нето прилив дугорочних фондова од 828 милијарди еура. Највеће је учешће САД чији су дугорочни фондови имали прилив од 391. милијарду еура, од чега су фондови обвезница забележили рекордан нето прилив од 306 милијарди еура. Дугорочни фондови Европе имали су нето прилив од 240 милијарди еура, при чему су фондови обвезница такође имали највећи прилив од 203 милијарде еура. За разлику од њих новчани фондови САД су имали нето прилив од свега 4 милијарде еура а новчани фондови Европе имали су нето одлив од 39 милијарди еура. Рекордни нето прилив су имали новчани фондови Азије и Пацифика од 32 милијарде еура.⁶⁸

Табела 10. Нето приливи и одливи светских инвестиционих фондова, 2012.
(млрд. еур)

Земља	САД	Европа	Свет
Акцијски фондови	-58	2	-49
Фондови обвезница	306	203	599
Балансир. фондови	53	27	117
Остали	90	8	161
Дугорочни фондови	391	240	828
Новчани фондови	4	-39	0
Тотал	395	201	828

Извор: EFAMA International Statistical Release, str.5

Највећи фондови *Vanguard* и *Pimco* су имали учешће од 16% и 18% респективно у приливу светских дугорочних фондова у 2012.⁶⁹

На крају 2012. године око 68% инвестиционих фондова у свету имало је активно управљање. Међутим, пасивно управљање фондовима расте и процењује се да је 41% од свих нето токова фондова у 2012. било од стране пасивних фондова. У САД четвртина фондова је већ била у пасивним стратегијама али је у 2013. порасала још за 10%. Пасивни фондови су порасли и у Канади и у Азији по двоцифреним стопама а једино је ниска стопа њиховог раста у Европи. У Океанији они имају негативан раст.⁷⁰ Иако активно управљање са 68% учешћа још увек држи примат то је знатан пад у односу на 2006. када је учешће фондова са активним управљањем било 85%. Просечна стопа раста фондова са активним

⁶⁸ EFAMA International Statistical Release, str.5

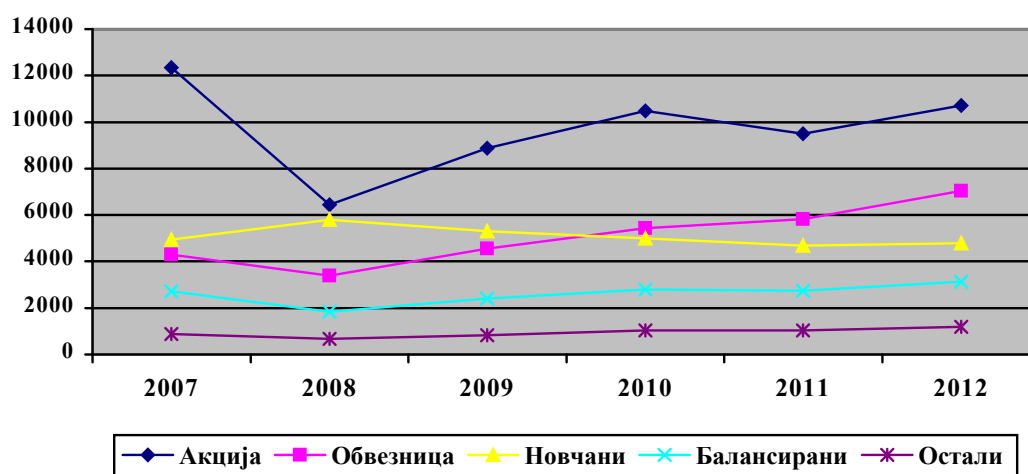
⁶⁹ Morningstars Annual Global Fund Flows Report 2013

⁷⁰ Morningstar Fund Research, 2013. Annual Global Flows Report, str.5

управљањем је 11% док је просечна стопа раста фондова са пасивним управљањем 26%. Са оваквим темпом раста 2019. године пасивни фондови би премашили фондове са активним управљањем.⁷¹

Током 2012. године повећана је потражња инвеститора за фондовима обвезница. Повећање вредности фондова обвезница у 2012. је било 20% у односу на 2011. годину. Повећање вредности нето активе балансираних фондова је у 2012. је било 14% а акцијских фондова 12,8% у односу на претходну годину. Континуирани тренд повећања нето активе од кризне 2008. године имају само фондови обвезница.⁷²

Графикон 15. Трендови нето актива светских отворених инвестиционих фондова по типу фонда, млрд \$



Извор: EFAMA International Statistical Release

Крајем 2012. године интересовање инвеститора за фондовима обвезница опада услед засићење од ниских приноса, а расте интересовање за акцијским фондовима. Повећава се интересовање инвеститора не само за домаће већ и за стране акцијске фондове као и за балансиране фондове.

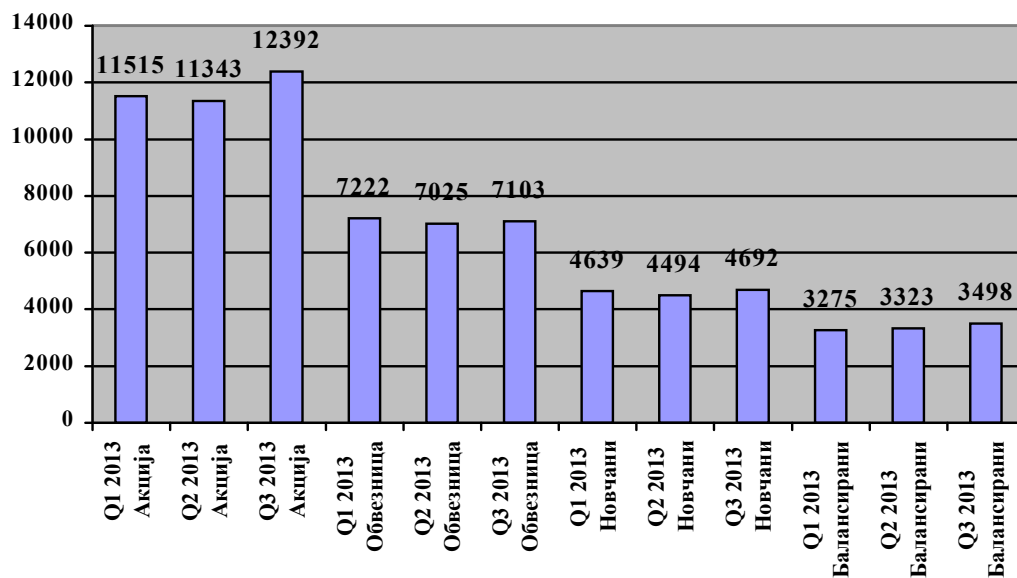
Почетком 2013. је дошло до повећања вредности актива акцијских фондова за 7,5%, фондова обвезница за 2,8% и балансираних фондова за 4,7%. У другом кварталу долази до мањег пада вредности актива акцијских фондова, фондова обвезница и новчаних фондова. У трећем кварталу расте вредност свих врста фондова. Вредност акцијских фондова је порасла на 12,4 билиона \$, фондова обвезница на 7,1 билион \$, балансираних фондова на 3,5 билиона \$ и новчаних фондова на 4,7 билиона \$.⁷³

⁷¹ 2013 Morningstar Target-Data Fund Series Overall, Performance, Portfolio, Price, People and Parent Ratings, str. 37

⁷² EFAMA International Statistical Release, str. 8

⁷³ Investment Company Institute, Research & Statistics, cmp. 2

Графикон 16. Нето вредност светских фондова у 2013. по типу, млрд. \$



Извор: Извор: Investment Company Institute, Research & Statistics

У 2013. години приливи инвестиционих фондова су били најјачи од 2009. године. Светски фондови су забележили нето прилив од 182 милијарде еура у трећем кварталу 2013. Обвезнице су постале мање атрактивне за инвеститоре и потражња за фиксним приходом је ослабила. Инвеститори повлаче новац из традиционалних фиксних фондова и окрећу се акцијским фондовима. Инвеститори су извукли чак 37 милијарди еура из фондова обвезница током трећег квартала 2013. Фондови акција су у трећем кварталу 2013. имали нето прилив од 61 милијарде еура. Балансирани фондови су имали нето прилив од 47,5 милијарди еура а глобални новчани фондови су у овом периоду имали нето прилив од 81,5 милијарди еура.⁷⁴

Укупан нето прилив фондова обвезница у прва три квартала 2013. је 137 милијарди еура. Акцијски фондови су у истом периоду привукли 198 милијарди еура на глобалном нивоу а балансирани фондови 178 милијарди еура. Светски новчани фондови су имали нето одлив од 85 милијарди еура. Већина стручњака предвиђа да ће се миграције у акције наставити и у наредном периоду а да ће инвеститори избегавати хартије са фиксним приходом.⁷⁵

⁷⁴EFAMA International Statistical Release, str.5

⁷⁵EFAMA International Statistical Release, str.3

Табела 11. Нето приливи и одливи светских инвестиционих фондова
(млрд. ЕУР)

Година	2012	2013:Q3
Акцијски фондови	-49	198
Фондови обвезница	599	137
Балансирани фондови	117	178
Остали	161	181
Укупно дугорочни	828	695
Новчани фондови	0	-85
Тотал	828	610

Извор: EFAMA International Statistical Release

На крају трећег квартала 2013. радило је 75 274 заједничких фондова у свету. Према типу фонда 37% су акцијски фондови, 24% балансирани, 18% фондови обвезница и 4% новчани фондови.⁷⁶

Европски *Non-UCITS* фондови су имали нето прилив од 12 милијарди еура у новембру 2013. Нето актива ових фондова је на крају новембра износила 2789 милијарди еура.⁷⁷ Европски дугорочни *UCITS* су током новембра 2013. регистровали нето приливе од 22 милијарде еура. Од тога 11 милијарди су привукли акцијски фондови. *UCITS* фондови тржишта новца су регистровали нето одливе од 3 милијарди еура у новембру. Инвеститори у Европи су више заинтересовани за акцијске фондове а фондови обвезница губе популарност коју су имали 2012. Учешће акцијских фондова у укупној активи *UCITS* расте, док учешће фондова обвезница и новчаних опада.⁷⁸

Табела 12. Учешће појединих типова *UCITS* у укупној активи (%)

Типови фондова	2012	Новембар 2013.
Акцијски фондови	33,7	36
Фондови обвезница	29,6	28
Новчани фондови	16,3	14
Балансирани фондови	15,9	17
Остали	4,5	5
Тотал	100	100

Извор: www.efama.org

Европски инвестициони фондови су током 2013. год. повећали своју активу те су на крају новембра достигли вредност од 9 712 милијарди еура што је повећање од 8,6% у односу на крај 2012. год. *UCITS* су повећали своју активу за 10% а *Non-UCITS* за 5,3%.⁷⁹

⁷⁶ Investment Company Institute, Research & Statistics

⁷⁷ www.efama.org

⁷⁸ www.efama.org

⁷⁹ www.efama.org

Табела 13. Нето актива европских инвестиционих фондова, млрд. ЕУР

Категорија	Новембар 2013.	2012.	%
UCITS	6 923	6 295	10
Non-UCITS	2 789	2 649	5,3
Тотал	9 712	8 944	8,6

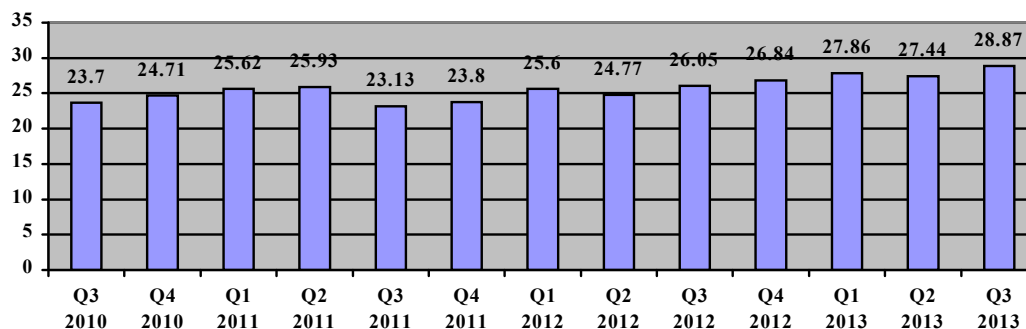
Извор: www.efama.org

Крајем новембра 2013. заједнички фондови САД достигли су вредност од 14 821,2 милијарде \$ што је повећање од 13,6% у односу на крај 2012. Актива акцијских фондова је достигла износ од 7601 милијарде \$, фондова обвезница 3335 милијарде \$, хибридних 1211 милијарде \$ и новчаних фондова 2673 милијарде \$.⁸⁰

1.2.1. Трендови вредности имовине светских инвестиционих фондова

У 2013. години актива светских отворених инвестиционих фондова је порасла са 26,8 билиона \$ на крају 2012. на 27,8 билиона \$ на крају првог квартала 2013. Крајем другог квартала 2013. године имовина светских инвестиционих фондова је незнатно смањена у односу на први квартал исте године за 1,5 одсто и износила је 27,44 билиона \$. У трећем кварталу је поново дошло до повећања имовине отворених фондова те је на крају овог квартала она износила 28,87 билиона \$.⁸¹

Графикон 17. Имовина светских инвестиционих фондова, билион.\$



Извор: *Investment Company Institute, Research & Statistics*

Широм света имовина фондова са активним управљањем је порасла за 39% у периоду од 2007. до 2012. године, док су у исто време накнаде за управљање порасле само за 24%.⁸² Све веће интересовање за фондовима са пасивним управљањем у готово свим деловима света резултат је нижих трошкова управљања и веће диверзификације портфолија. У 2012. год. дошло је до великог пада просечних накнада за управљање са

⁸⁰ *Investment Company Institute, Research & Statistics*

⁸¹ *Investment Company Institute, Research & Statistics*

⁸² *Morningstars Annual Global Fund Flows Report 2013, cmp.5*

0,99% на 0,91%. Све веће учешће пасивних фондова утиче на пад просечних накнада јер њихова накнада код најјефтинијих фондова као *Vanguard Target Retirement Series* износи свега 0,15%.⁸³

Амерички отворени фондови на крају трећег квартала 2013. имали су нето активу од 16 458 милијарди \$, европски 8945 милијарди \$ а фондови Африке, Азије и Пацифика 3 469 милијарди \$. Амерички отворени фондови тако чине чак 57% укупне светске активе фондова, од чега се готово 50% односи на фондове САД а око 7% на остале америчке државе. На европске фондове отпада 31% светске активе отворених фондова и 12% на фондове Африке, Азије и Пацифика.⁸⁴

Од укупног броја фондова на крају другог квартала 2013. а који је износио 74.554, на Америку се односи 28,8%, на Европу 46,4% а Африку, Азију и Пацифик 24,8%. Обзиром да амерички фондови учествују са преко 57% у вредности активе глобалних фондова ово указује на то да појединачни амерички инвестициони фондови у просеку имају већу активу од фондова у другим регијама.⁸⁵

У складу са економијом обима инвестициони фондови САД имају најниже накнаде које су из године у годину све ниже. Поред америчких фондова и инвестициони фондови Кине и Холандије имају ниже накнаде у односу на остале земље, док су инвестициони фондови у Пољској са највисочијим накнадама.⁸⁶

На крају трећег квартала 2013. актива глобалних фондова је повећана на 28,87 билиона америчких \$, односно за 5,2% у односу на претходни квартал. Акцијски фондови су повећали своју вредност за 9,2% у односу на претходни квартал, фондови обвезница за 1,1%, новчани фондови за 4,4% а балансирани фондови за 3,5%.

У укупној светској активи инвестиционих фондова акција највеће је учешће америчких фондова и износи 61%. Слична је ситуација и са фондовима обвезница. Учешће америчких инвестиционих фондова обвезница у светској активи овог типа фондова је 60%. Учешће америчких новчаних фондова у укупној активи новчаних светских фондова је 61% а балансираних фондова 53%. Једино у укупној активи осталих врста инвестиционих фондова предњачи Азија са Пацификом са учешћем од 58%.⁸⁷

⁸³ 2013 Morningstar Target-Data Fund Series Overall, Performance, Portfolio, Price, People and Parent Ratings, str. 50

⁸⁴ Investment Company Institute, Research & Statistics

⁸⁵ Investment Company Institute, Research & Statistics

⁸⁶ Miguell A.Ferreirra, Sofia Brito Ramos, Mutual Fund Industry, Competition and Concentration: International Evidence, Nova School of Business and Economics, ISCTE School of Business, 2009, cmp.27

⁸⁷ Investment Company Institute

Табела 14. Актива типова фондова по регијама у млрд. \$, Q2 2013

	Укупно		Акцијски фондови		Фондови обвезница		Новчани фондови		Балансир. фондови		Остали	
		%		%		%		%		%		%
Свет	27.444	100	11.339	100	7.025	100	4.494	100	3.323	100	1.263	100
Америка	15.745	57	6.968	61	4.148	60	2.744	61	1.754	53	131	10
Европа	8.407	31	2.907	26	2.505	35	1.237	28	1.369	41	389	31
Азија,Пац.	3.154	11.5	1.434	13	368	5	487	11	138	4	728	58
Африка	132	0.5	30	0	5	0	27	0	63	2	15	1

Извор: Investment Company Institute

Међу државама у свету САД и даље држи примат чији отворени фондови чине половину укупне активе светских фондова. После САД који има далеко највећу активу отворених фондова (13 642 милијарде \$), остале земље са значајном активом фондова су Луксембург (2 729), Аустралија (1 552), Француска (1 414), Ирска (1 307), Бразил (1047), Велика Британија (1 006), Канада (879), Јапан (748) и Кина (378). Фондови ових 10 земаља представљају 90% индустрије инвестиционих фондова у свету.⁸⁸

1.2.2. Амерички инвестициони фондови – највећи инвестициони фондови на финансијском тржишту

Економски услови у САД показали су знаке побољшања у 2012. години. Раст БДП је повећан са 1,8% у 2011. на 2,2% у 2012. години. Цена некретнина на тржишту је порасла за 7 % током 2012. године. Слика запослености се такође побољшала. Незапосленост је опала са 8,5% на крају 2011. године на 7,8% на крају 2012.⁸⁹

Инвестиционе компаније САД су достигле 14,7 билиона \$ на крају 2012. године што је повећање за 1,7 билиона \$ у односу на 2011. Главни амерички индекси су порасли више од 10% током године, доприносећи повећању укупне нето имовине фондова инвестираних у домаће тржиште капитала. Светске цене акција порасле су 13%. На повећање вредности капитала фондова акција и обвезница утицао је и слабији долар кроз повећање вредности у доларима страних ХоВ. Све у свему инвестициони фондови су у 2012. години забележили 196 милијрди \$ нето прилива.⁹⁰

Отворени инвестициони фондови САД су водећи инвестициони фондови у свету. Они имају највећу нето активу која представља половину светске вредности фондова. Њихово учешће у светској активи фондова је повећано са 49% на крају 2012. године на

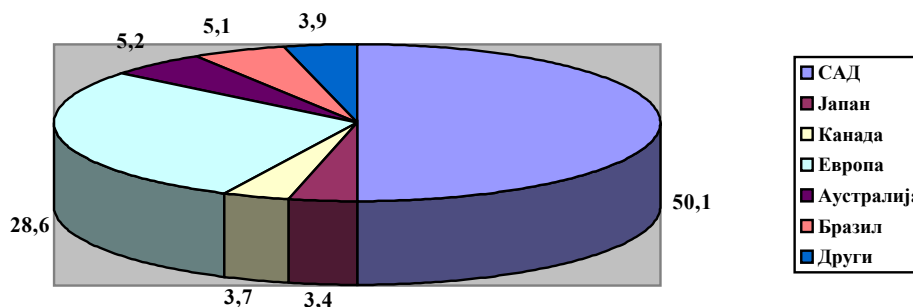
⁸⁸ Investment Company Institute 2013, statistics

⁸⁹ Investment Company Institute 2013 ICI Fact Book, str. 8

⁹⁰ Investment Company Institute 2013 ICI Fact Book, str. 8

49,7% на крају шестог месеца 2013. На крају септембра 2013. њихова вредност прелази половину (50,1%) вредности активе светских фондова.⁹¹

Графикон 18. Учешће актива фондова појединих држава и регија у укупној светској активи инвестиционих фондова (%), Q3.2013



Извор: Investment Company Institute

Домаћинства су и даље највећи инвеститори у инвестиционе фондове. Сваке године инвестирају у фондове у просеку 349 милијарди \$. Раст пензионих рачуна IRA и доприноса планова DC (*Defined contribution plan*) говори о томе да се велики број домаћинстава ослања на инвестиционе фондове. Предузећа и други институционални инвеститори се такође ослањају на фондове и често користе средства фондова за управљање ликвидношћу.⁹²

На крају 2013. године заједнички фондови САД достигли су вредност од 15 010 милијарди \$. Преко половину њихове вредности чине акцијски фондови. Акцијски фондови су забележили највеће повећање вредност у односу на прошлу годину, за преко 30%. Иза њих су хибридни фондови који су имали раст од готово 25%.⁹³

Табела 15. Вредност заједничких фондова САД по типу, млрд.\$

	Децембар 2013.	Децембар 2012.	%
Акцијски фондови	7 760,7	5 939,7	130,6
Хибридни фондови	1 229,4	984,9	124,8
Фондови обвезница	3 301,2	3 425,6	96,4
Новчани фондови	2 718,5	2 693,5	100,9
Укупно:	15 009,8	13 043,7	115,1

Извор: Investment Company Institute, Research & Statistics

⁹¹ EFAMA International Statistical Release (2013:Q3), str. 7

⁹² Investment Company Institute 2013 ICI Fact Book, str. 8

⁹³ Investment Company Institute, Research & Statistics

Инвеститори се приликом инвестирања углавном држе познатих имена великих фондова. По *Forbesovoj* листи десет највећих америчких фондова у 2012. години остали су водећи и у 2013. мада су прва два, *Primco* и *Vanguard*, заменили места.

Табела 16. Највећи амерички заједнички фондови, 2012.

Р.б	Назив фонда	Актива, млрд\$
1.	<i>Primco Total Return (PTTAX)</i>	263
2.	<i>Vanguard Total Stock Market Index Fund (VTSMX)</i>	190
3.	<i>American Funds Growth Fund of America (AGTHX)</i>	115
4.	<i>Vanguard 500 Index Investor Fund (VFINX)</i>	111
5.	<i>Vanguard Total Bond Market Index (VBMFX)</i>	111
6.	<i>American Funds EuroPacific Growth (AEPGX)</i>	94
7.	<i>Fidelity Contrafund (FCNTX)</i>	81
8.	<i>American Funds Capital Income Builder (CAIBX)</i>	76
9.	<i>American Funds Income Fund of America (AMECX)</i>	72
10.	<i>Vanguard Total International Stock Index (VIGTX)</i>	68

Извор: www.forbes.com/sites/billharis//2012

Током 2012. године у САД преовлађује тренд тражње инвеститора за фондовима са фиксним приходом чему је знатно допринео моћни *Primco Total Return*. Он је један од највећих инвеститора у обвезнице на свету. Упркос погрешним пословним потезима у 2011. години задржао је своју репутацију. Фамилија фондова *Primco* у свом саставу има 87 фондова. Са седиштем у Калифорнији *Primco* је успео да се добро позиционира и на европском тржишту. Само 3% његових отворених фондова је у власничким производима док је 91% са фиксним приходом.⁹⁴

Vanguard Total Stock Market Index Fund је веома популаран за инвестирање међу америчким домаћинствима посебно у оквиру пензијских планова. Због пасивног управљања не покушава да надмаши тржиште и има ниске трошкове. *Vanguard Index 500* је један од највећих фондова у историји САД са укупним средствима која премашују 111 милијарди \$. Исте величине је и *Vanguard Total Bond Market Index* фонд са фиксним приходом који у свом порфељу има корпоративне обвезнице, хипотекарне ХоВ и државне обвезнице. *Vanguard Total International Stock Index* са пасивним управљањем нема за циљ да надмаши тржиште.⁹⁵ Са приливом од 65,3 милијарди \$ до новембра месеца *Vanguard Total Stock Market Index Fund* је водећи фонд. Са 296,4 милијарди \$ активе у децембру 2013. он је потиснуо *PIMCO Total Return* са 244,1 милијарди \$ активе. *PIMCO Total Return* је постао највећи фонд на свету у новембру 2008. Тада су инвеститори углавном давали новац у обвезнице у потрази за већом безбедношћу. Међутим, у мају 2013. фонд почиње да губи

⁹⁴ *Morningstar Fund Research, 2012. Annual Global Flows Report, str. 9*

⁹⁵ www.forbes.com/sites/billharis//2012

имовину тако да га је престиго *Vanguard Total Stock Market Index Fund*. *Vanguard* група је основана 1975. год. и са имовином од преко 2 билона \$ водећа је међу фамилијама фондова. У свом саставу има 110 фондова и инвестира највише у домаће акције 47,35%.⁹⁶

Fidelity је друга по величини фамилија фондова у САД, иза *Vanguarda*. Највећи је акционар у више од 700 компанија у којима поседује акције. Инвестира у домаће акције 48,16% имовине и има знатан удео у великим компанијама као што су *Google*, *Apple*, *Berkshire Hathaway*. Компанија је основана је 1946. са седиштем у Бостону. Данас *Fidelity* има 352 фонда у свом саставу. Инвеститори се могу пребацивати из једног фонда у други без накнаде. Највећи од њих *Fidelity Contrafund* је фонд раста и фокусиран је на тржиште САД са 88% имовине у домаћим ХоВ. Остатак је инвестиран у инострана тржишта са малим учешћем на тржишта у развоју.⁹⁷

American Funds је фамилија 57 фондова. Са имовином од преко 1 билион \$ у активи трећа је по величини фамилија фондова. Најуспешнији фондови из ове фамилије такође су се нашли на *Forbesovoj* листи десет највећих америчких фондова.⁹⁸ *American Funds EuroPacific Growth* је фонд орјентисан на раст и обично улаже најмање 80% имовине у хартије Пацифика и Европе. Око 20% имовине је уложено у тржишта у развоју. *American Funds Growth Fund of America* је врло популаран амерички фонд који улаже најмање 65% имовине у обичне акције од којих 25% међународне. *American Funds Capital Income Builder* је 2012. инвестирао 33% у домаће акције, 37% у међународне а 21% у фиксне приходе. *American Funds Income Fund of America* је балансиран фонд који инвестира 55-65% имовине у глобалне акције у последњих 5 година. Фонд се фокусирао на секторе базних материјала и технологије.⁹⁹

1.2.2.1. Трендови развоја заједничких фондова, ЕТФ фондова и затворених фондова

Америчке фондове карактерише све веће интересовање инвеститора за дугорочне фондове и стране ХоВ. Све је веће учешће пасивних и индексних фондова и њихова популарност расте.¹⁰⁰ Фондови са циљаним датумима, *Target-date funds* имају убрзан раст. То је најбрже растући сегмент штедње запослених. *Vanguard*, *Fidelity* и *T.Rowe Price* контролишу 75% средстава *Target-date funds*.¹⁰¹

⁹⁶ www.vanguard.com

⁹⁷ <http://www.forbes.com/companies/fidelity-investments/>

⁹⁸ en.wikipedia.org/wiki/American-funds

⁹⁹ www.forbes.com/sites/billharis//2012

¹⁰⁰ Morningstar, *Global Fund Investor Experience 2013. Report, str.46*

¹⁰¹ 2013 Morningstar *Target-Data Fund Series Overall, Performance, Portfolio, Price, People and Parent Ratings, str.5*

И током 2013. инвеститори су имали највише поверења у позната имена великих фамилија фондова. Највеће нето активе имају велике фамилије фондова *Vanguard, Fidelity, American Funds, Pimco, T.Rowe Price, Franklin Templeton Investment Funds, JP Morgan* итд. Пет највећих фамилија чини 47% тржишног учешћа фондова. Међу њима доминира Вангвард чији се тржишни удео повећао са 15,6% у 2012. на 17,5% у 2013. години.¹⁰²

У 2013. год. дошло је до смањења броја отворених фондова у САД са 7624 на 7621. Највеће смањење је забележено у броју акцијских фондова а највеће повећање у броју опорезивих фондова обвезница.¹⁰³

Табела 17. Укупан број отворених инвестиционих фондова

	Октобар 2013.	Октобар 2012.	промена
Фондови акција	4.492	4.541	-49
Хибридни фонд.	565	534	+31
Фондови обвезница опорезиви	1.445	1.399	+46
Фондови обвезница општински	558	556	+2
Фондови тржишта новца опорезиви	387	405	-18
Новчани фондови неопорезиви	174	189	-15
Укупно	7.621	7.624	-3

Извор: www.ici.org/research/stats/trends/trends_10_13

Имовина отворених фондова повећана је у децембру 2013. за 188,6 милијарди \$ или 1,3% у односу на новембар 2013. год., а у односу на децембар 2012. за 15%. У децембру 2013. њихова актива је прешла вредност од 15 билиона \$.¹⁰⁴

Табела 18. Укупна имовина отворених инвестиционих фондова САД (милијарде \$)

	Децембар 2013.	Новембар 2013.	%	Децембар 2012
	1	2	1/2	3
Фондови акција	7.760,7	7.601,4	2,1	5.934,3
Хибридни фонд.	1.229,4	1.211,0	1,5	991,0
Фонд.обвезн. опорезиви	2.803,0	2.825,4	-0,8	2.847,5
Фонд. обвезн. општински	498,2	510,0	-2,3	578,9
Фонд. трж. новца опорезив.	2.447,9	2.411,2	1,5	2.406,1
Новч. фондови неопорез.	270,6	262,2	3,2	287,4
Укупно	15.009,8	14.821,2	1,3	13.045,2

Извор: www.ici.org/research/stats/trends/trends_10_13

Имовина фондова акција расте и њихово учешће у укупним заједничким фондовима САД је све веће. Учешће фондова акција у укупној активи отворених фондова је повећано са 45,5% на крају 2012. на 50,6% на крају октобра 2013.¹⁰⁵

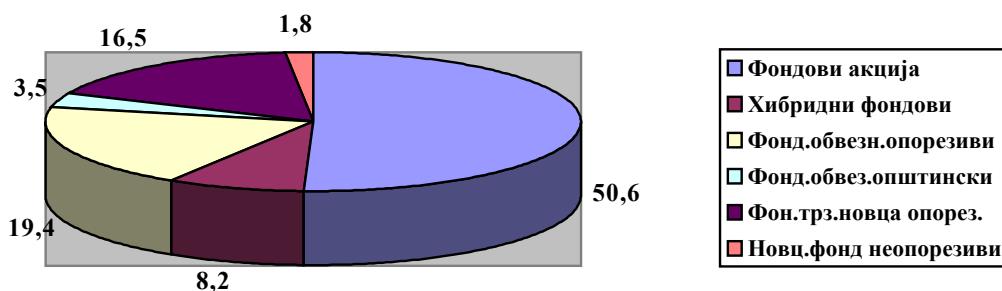
¹⁰² Morningstar Direct U.S. Open-End Asset Flows Update, november 2013., str.4

¹⁰³ www.ici.org/research/stats/trends/trends_10_13

¹⁰⁴ www.ici.org/research/stats/trends/trends_10_13

¹⁰⁵ www.ici.org/research/stats/trends/trends_10_13

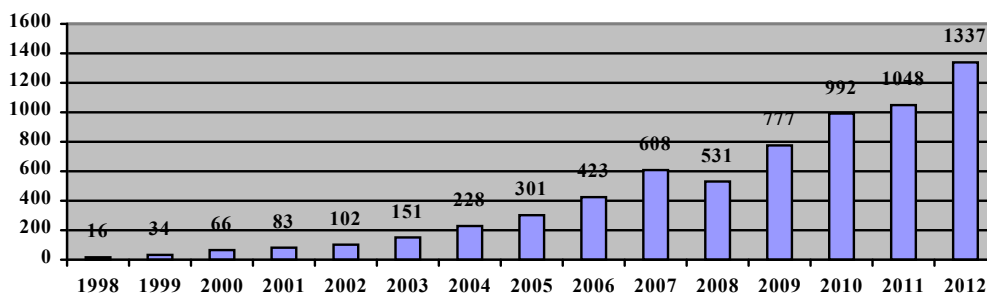
Графикон 19. Учешће појединих типова отворених инвестиционих фондова у њиховој укупној активи (%), октобар 2013.



Извор: www.ici.org/research/stats/trends/trends_10_13

Инвеститори и даље преферирају отворене фондове али је све веће интересовање за ETF-овима. Велики трошкови активног управљања фондовима утрли су пут успона ETF-овима. Они као алтернатива инвестиционим фондовима са активним управљањем који имају високе трошкове менаџмента, постају све популарнији међу инвеститорима. Институционални инвеститори су такође утицали на све већу потражњу за ETF-овима. Менаџери институционалних инвеститора, укључујући најпре заједничке фондове и пензионе фондове, користе ETF-ове за управљање ликвидношћу. Они такође користе ETF-ове као део њихове инвестиционе стратегије укључујући и хеџинг.

Графикон 20. Укупна нето актива ETF-ова, 1998-2012., млрд.\$



Извор: Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book

Повећана тражња за ETF-овима довела је до њиховог брзог раста. У периоду од 2003. до 2012. године креирано је 1336 нових фондова. Међутим од кризе 2008. и у наредним годинама долази до већег ликвидирања ETF-ова, тако да их је на крају 2012. године било

укупно 1194.¹⁰⁶ Процењује се да је 3,4 милиона или 3% америчких домаћинстава инвестирало у ETF-ове у 2012. години.¹⁰⁷

Током 2013. године повећана је актива ETF-ова за 25% односно на 1 674 милијарди \$. Од тога имовина домаћих власничких ETF-ова износи 1 028 милијарди \$, међународних ETF-ова 399 милијарди \$, хибридних ETF-ова 1,5 милијарди \$ и ETF-ова обвезница 246 милијарди \$.¹⁰⁸

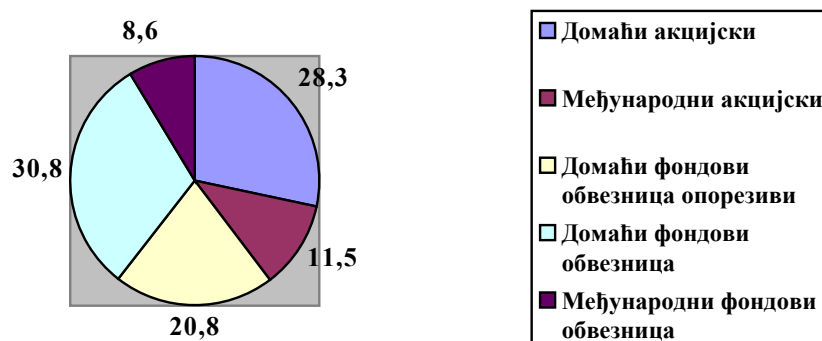
Табела 19. Имовина затворених инвестиционих фондова по типу фонда у милионима долара

	3К 2013	2К 2013	2012	2011
Акцијски фондови	110.401	108.440	101.319	96.549
Домаћи	78.478	77.409	69.167	63.108
Међународни	31.923	31.032	32.152	33.441
Фондови обвезница	166.682	168.161	162.921	146.579
Домаћи опорезиви	57.588	56.983	53.815	48.099
Домаћи општински	85.209	87.222	90.353	84.058
Међународни	23.885	23.956	18.753	14.422
Укупно	277.083	276.601	264.241	243.128

Извор: Investment Company Institute, Fact Book

Имовина затворених фондова износила је на крају септембра 2013. године 277,08 милијарди \$ и повећана је за 482 милиона \$ у трећем кварталу у односу на други квартал. При томе имовина акцијских фондова је повећана за 1,96 милијарди \$ а имовина фондова обвезница је смањена за 1,48 милијарди \$.¹⁰⁹

Графикон 21. Учешће појединих типова затворених фондова у укупној активи ових фондова (%), 3К 2013



Извор: Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book

¹⁰⁶ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, str. 54

¹⁰⁷ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, str. 56

¹⁰⁸ Investment Company Institute, statistiks

¹⁰⁹ Investment Company Institute, 2013 ICI Fact Book

На крају трећег квартала 2013. радило је укупно 604 затворених фондова, док су на крају 2012. функционисала 602 затворена фонда. Од 604 фондова на крају 2013. на фондове обвезница отпада 390 фондова а на акцијске фондове 214.¹¹⁰ На крају трећег квартала 2013. год. фондови обвезница су чинили преко 60% а фондови акција нешто испод 40% затворених фондова, што је благо повећање у корист акцијских фондова на штету фондова обвезница од краја 2012. године.¹¹¹

Нето вредност имовине у власништву *UITs*-а у последњих двадесет година има тенденцију пада са цикличним карактером. Са друге стране и број фондова је у константном паду. Ова тенденција је довела до тога да за разлику од 1990. када је нето имовина *UITs*-а била 1,8 пута већа од нето имовине затворених фондова, да је 2012. године нето имовина затворених фондова била 3,7 пута већа од имовине *Unit investment trusts (UITs)*.¹¹² Крајем 2013. било је 5 552 трустова у вредности од 86,5 милијарди \$. Од тога 2 554 трустова обвезница неопорезивих вредности 12,09 милијарди \$, 586 трустова обвезница опорезивих вредности 3,56 милијарди \$ и 2 428 акцијских трустова вредности 70,85 милијарди \$.¹¹³

1.2.2.2. Штедња за пензије и образовање

Процењује се да је у 2012. години 92 милиона индивидуалних инвеститора задржало 89% власништва у укупним средствима заједничких фондова. Све у свему 53,8 милиона домаћинстава или 44% од свих домаћинастава у САД има сувласништво у заједничким фондовима. Број домаћинстава која поседују учешће у заједничким фондовима се више него удвостручио од 1990. године (од 23,4 милиона на 53,8 милиона). Власништва домаћинстава су остала стабилна у протеклој деценији. Фондови представљају значајну финансијску компоненту многим америчким домаћинствима.¹¹⁴

Од укупно 53,8 милиона домаћинстава 27% штеди за образовање, 48% за ванредне ситуације а 93% наводи да штеди, поред осталог и за пензију. Просечна старост индивидуалног инвеститора је 51 година. Наиме, око половине домаћинстава која штеде на овај начин је старости између 35 и 64 година. Као што америчко становништво у целини стари тако и имаоци удела у инвестиционим фондовима старе, те 39% њих је старије од 55 година.¹¹⁵

¹¹⁰ www.ici.org/research/stats/closedend/cef_q3_13

¹¹¹ *Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, str. 63*

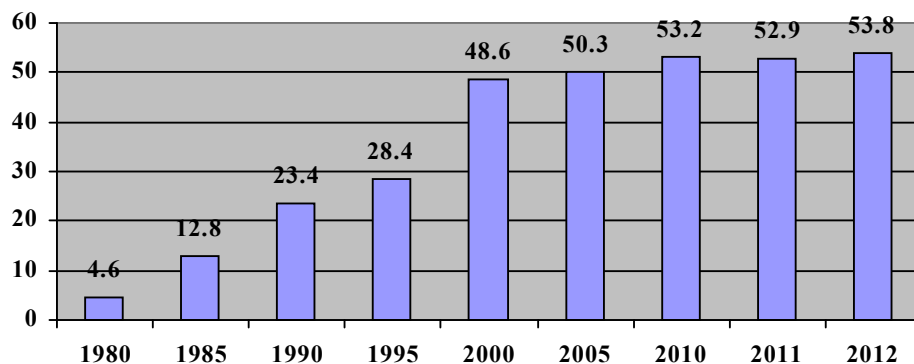
¹¹² *Investment Company Institute, Fact Book, str. 156*

¹¹³ *Investment Company Institute, statistiks*

¹¹⁴ *Investment Company Institute, Fact Book, str. 90*

¹¹⁵ *Investment Company Institute, Fact Book, str. 91*

Графикон 22. Број домаћинстава која улажу у заједничке фондове (милиони)



Извор: *Investment Company Institute, Fact Book, 2013*

Домаћинства са вишим приходима од 50000\$ и више, су сувласници инвестиционих фондова са 69% у поређењу са домаћинствима са мањим примањима од 50 000\$ који су сувласници фондова са 20%. Домаћинства са мањим примањима тешко да имају било какву врсту штедње.¹¹⁶

Укупна штедња за пензионисање у САД је износила на крају 2012. године 19,5 билиона \$, што је повећање за 8,6% у односу на претходну годину. Највећу компоненту у пензионим средствима чине пензиони рачуни *IRA* 5,4 билиона \$ и *DC* планови 5,1 билион \$. На крају септембра 2013. штедња за пензионисање је порасла на 21,9 билиона \$. *IRA* планови су такође имали тренд раста те су на крају трећег квартала 2013. износили 6,2 билиона \$ а *DC* планови су забележили 5,6 билиона \$. Приватни *DB* планови (*Defined benefit plans*) су крајем септембра 2013. год. имали вредност aktive од 2,9 билиона \$, владини пензиони планови 5,4 билиона \$ и остали ануитети 1,9 билиона \$.¹¹⁷

На крају 2012. године 68% америчких домаћинстава (или 82 милиона домаћинстава) је имало *IRA* планове или планове за спонзорисање од стране послодаваца или оба истовремено. Учешће у *IRA* плановима има 40% домаћинстава, при чему 8% има само *IRA* планове а 32% има истовремено и *IRA* планове и планове спонзорисане од послодавца.¹¹⁸ Око половина (45,8%) власника *IRA* планова су старости између 45 и 64 година.¹¹⁹ Вредност aktive *IRA* и *DC* планова је на крају 2012. износила 5,1 билион \$ и 5,4 билиона \$

¹¹⁶ *Investment Company Institute, Fact Book, str.92*

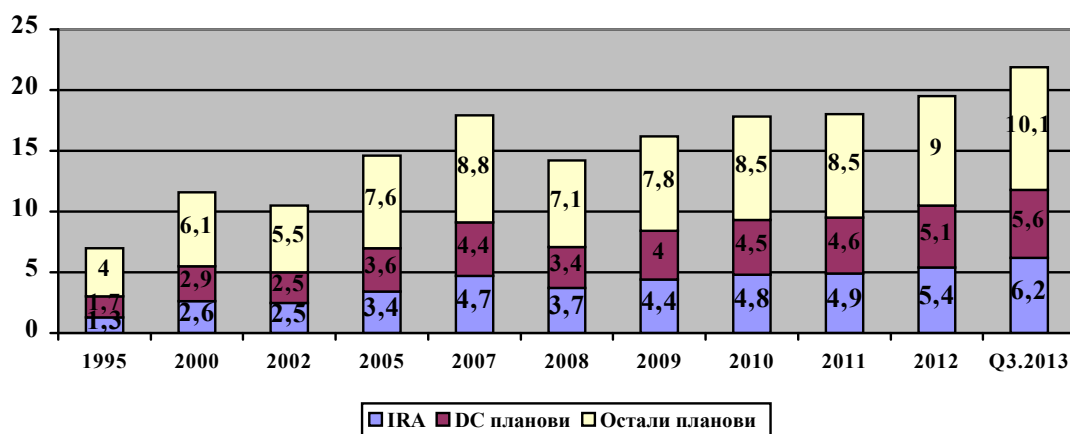
¹¹⁷ *Investment Company Institute, 2013 ICI Fact Book, cmp.114,125,132*

¹¹⁸ *Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, str.115*

¹¹⁹ *Craig Copeland, Individual Retirement Account Balances, Contributions and Rollovers, 2010: The EBRI IRA Database, Employee Benefit Research Institute (EBRI), 2012, str.4*

респективно. *IRA* планови су имали тренд раста те су на крају трећег квартала 2013. износили 6,2 билиона \$ а *DC* планови су забележили 5,6 билиона \$.¹²⁰

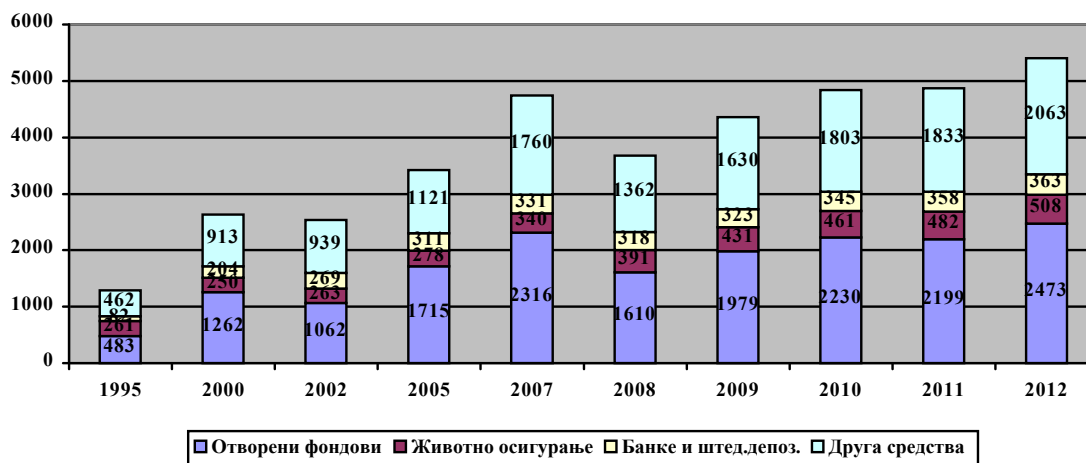
Графикон 23. Вредност средстава за пензионисање у САД, билиони \$



Извор: Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book

IRA планови пружају могућност и онима који нису обухваћени пензионим плановима од стране послодавца да штеде за пензију. Укупна актива *IRA* од 5,4 билиона \$ чини 28% америчких пензионих средстава на крају 2012. год. Током 2013. год. повећана је актива *IRA* планова на 6,2 билиона \$. Од укупне aktive највећа компонента су отворени фондови са 2,8 билиона \$ или 45%. Око 3,4 билион \$ су друга средства која укључују ETF-ове, појединачне акције, обвезнице и друге ХоВ.¹²¹

Графикон 24. Средства *IRA* планова, милијарде \$



Извор: Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book

На крају 2012. год. 5,3 билиона \$ средстава за пензионисање је уложено у домаће и светске фондове. У домаће фондове акција је уложено 2,2 билиона \$ или 40 % из капитала

¹²⁰ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, str. 114

¹²¹ Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, str. 125

ДС планова и IRA планова. У међународне фондове акција је уложено 13% укупног капитала. Око 22% је уложено у хибридне фондове, 18% у фондове обвезница а 7% у фондове тржишта новца.¹²²

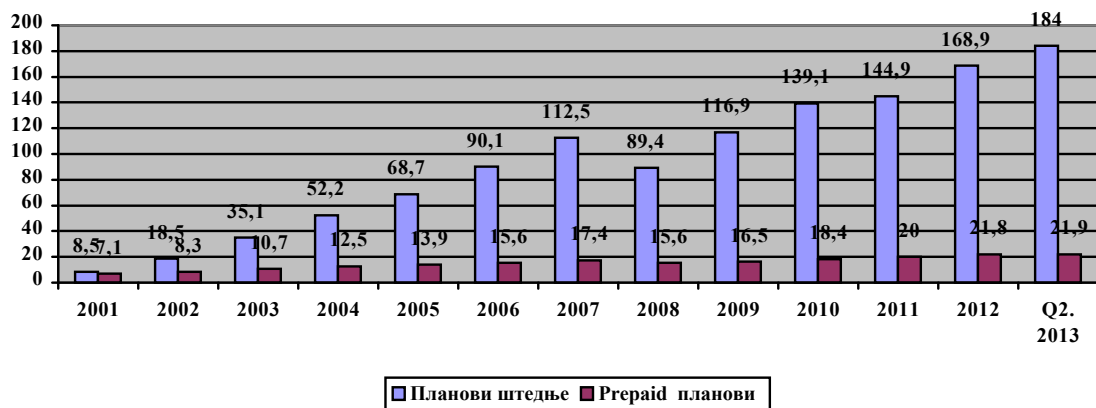
Табела 20. Имовина за пензионисање инвестирана у отворене фондове,млрд.\$

	Домаћи фондови акција	Светски фондови акција	Хибридни фондови	Фондови обвезница	Новчани фондови	Укупно
IRA	932	318	513	486	224	2 473
DC планови	1 227	372	673	447	156	2 875
Укупно	2 159	690	1 186	933	379	5 348

Извор: *Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book*

Око 27% домаћинстава која су сувласници отворених фондова у 2012. години инвестирају ради образовања. Све до 1990. године ова врста инвестиција је била врло скромна. Доношењем пореских олакшица у 2001. год. појачана је атрактивност штедње за образовање. Број Секције планова штедње 529 је на крају другог квартала 2013. повећан и износио је око 11,4 милиона, при чему је 10,2 милиона планова штедње и 1,2 милиона *prepaid* планова. Средства Секције планова штедње 529 су порасла на крају јуна 2013. године на укупно 205,9 милијарди \$. При томе су *prepaid* планови достигли вредност од 21,9 милијарди \$ а планови штедње 184 милијарди \$.¹²³

Графикон 25. Вредност средстава Секције планова штедње 529, (милијарде \$)



Извор: *Investment Company Institute, 2013, statistics*

Домаћинства која штеде за образовање су млађа тј. 55% од свих који штеде за образовање су млађи од 45 година. Две трећине ових домаћинстава има децу млађу од 18 година. Око 44% домаћинстава која штеди за образовање има приход већи од 100000\$ годишње, 20% домаћинстава има приход између 75000 и 99999\$ годишње.¹²⁴

¹²² *Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book ,str.133*

¹²³ *Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book ,str.136*

¹²⁴ *Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book ,str.136*

2. ВРСТЕ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА

Постоје различити приступи у погледу класификације инвестиционих фондова. Зависно од земље и развијености финансијског тржишта, јављају се под разним именима и различитим облицима. Инвестициони фондови се могу разликовати по три основна критеријума и то према:

- а) начину мобилизације средстава - начину инвестирања и повлачења средстава;
- б) рочности хартија од вредности и њиховог портфолија;
- ц) циљевима инвестирања.

Многи фондови могу истовремено да спадају у две или три категорије.

2.1. Врсте инвестиционих фондова по начину инвестирања и повлачења средстава

Према начину мобилизације средстава односно повлачења средстава и њиховог инвестирања разликујемо отворене и затворене фондове. Отворени фондови су највећа групација која учествује са близу 90% у укупној активи инвестиционих фондова. Зато кретање целокупне индустрије инвестиционих фондова има скоро идентичан тренд као кретање отворених фондова. Основне разлике између затворених и отворених инвестиционих фондова могуће је свести на три основне разлике:¹²⁵

1) Број акција - затворени фондови имају ограничени број акција и не могу емитовати већи број од броја који је понуђен проспектом у јавној понуди и одобрен од надлежних органа. Отворени фондови немају то ограничење.

2) Начин продаје акција - власници акција затвореног фонда не могу акције продавати назад фонду као што је то случај код отворених фондова који су увек спремни да купе или продају сопствене акције.

3) Промет акција - уколико инвеститори ипак желе да продају или купе акције затвореног фонда то се обавља на секундарном тржишту у оквиру берзанског и ванберзанског промета.

Поред наведених постоје и следеће разлике између ове две основне врсте инвестиционих фондова: вредност акција отворених фондова у директној је сразмери са вредношћу њихове активе а код затворених она је резултат односа између понуде и тражње; фондови затвореног типа могу емитовати капитал зајмовног и преференцијалног

¹²⁵ Jack Clark Francis, *Investments-Analysis and Management*, McGraw-Hill, New York, 1986, str 836

карактера, док отвореног типа то углавном не чине; циљеви инвестирања и инвестиционе стратегије затворених фондова се разликују од циљева и стратегије отворених.¹²⁶

Ако се упореде ефекти инвестирања долази се до резултата да затворени фондови имају потенцијал да генеришу већи укупан поврат од инвестирања. Разлог веће популарности отворених фондова је свакако ликвидност тј. њихова обавеза да врше откуп без ограничења. Иако на тај начин инвеститори мање зарађују они су више склони да мање ризикују и мање зараде. У отворене фондове више инвестирају индивидуални а у затворене институционални инвеститори јер су спремнији на ризик.

Затвореним фондовима у САД није дозвољено рекламирање. То је зато што се акцијама ових фондова тргује на берзи те су на тај начин оне познате јавности. Отворени фондови се морају рекламирати да би обавестили јавност о могућој заради и на тај начин привукли клијенте.

2.1.1. Отворени инвестициони фондови

Отворени фонд је диверсификовани портфолио акција, обвезница и других ХоВ, којим управљају професионални менаџери. Сваки фонд мора бити регистрован код националне регулаторне институције и мора да испуњава законом дефинисане прописе у погледу обавеза према држави, акционарима као и у погледу оснивачког капитала. Премда датирају још од двадесетих година 20-ог века, пун процват су доживели тек педесет година касније. Добили су назив по томе што се стално мења број власника и тржишна вредност капитала. Заинтересованим инвеститорима континуирано емитују инвестиционе јединице или уделе и од њих их откупљују. Акцијама фондова отвореног типа не тргује се на берзи већ се купопродаја обавља у контакту са самим фондом (директна продаја) или у тзв. слободном промету (преко посредника - брокери, дилери, банке).

Основни разлог за доминацију отворених фондова је у томе што власник акција отвореног фонда може у сваком моменту да изврши конверзију акција у новац. Поред тога, власник акција отвореног фонда може да наплати своју акцију по пуној вредности нето активе, тј. по цени акције која је једнака тржишној цени вредносних папира који се налазе у активи фонда. То није случај са акцијама затворених фондова чије се цене формирају на секундарном тржишту капитала под утицајем понуде и тражње. Цена по којој се врши куповина и продаја акција отворених фондова одређује се на бази такозване нето вредности активе (*NAV- net assets value*). Вредност активе отвореног фонда добија се тако што се помножи текућа тржишна цена хартија на крају дана са укупним бројем хартија, сабере се и

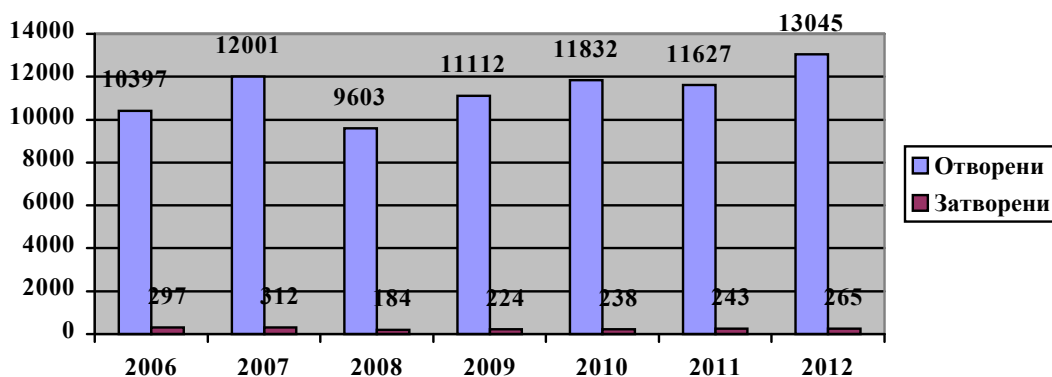
¹²⁶ Бурић Звонко, *Институционални инвеститори на финансијском тржишту, Борба, Београд, 1998, стр.34*

од збира одбију обавезе, да би се након тога све поделило бројем акција фонда. Уколико инвеститор купи инвестициону јединицу директно од фонда продајна маржа се не наплаћује и тада је цена удела једнака *NAV*-у портфолија.¹²⁷

Левериџ (позајмљивање новца у циљу финансирања додатних инвестиција), користи веома мали број отворених фондова. Законом о инвестиционим фондовима у САД дефинисано је да они могу позајмљивати средства само од банака и то само до 50% од вредности њихове активе.¹²⁸

Отворени инвестициони фондови представљају врло моћне учеснике и посреднике на финансијским тржиштима. Њихов раст је био огroman током 80-их година у многим земљама. Данас функционишу 73 243 отворена инвестициона фонда у свету са активом од 26 837 407 милиона \$.¹²⁹ Они су доминантни у индустрији инвестиционих фондова. Актива отворених фондова у САД је 2006. год. била 35 пута већа од активе затворених фондова а крајем 2012. чак преко 49 пута.¹³⁰

Графикон 26. Отворени и затворени инвестициони фондови у САД, млрд. \$



Извор: *Investment Company Institute 2013, ICI Fact Book*

Отворени фондови инвестирају у различите хартије од вредности те разликујемо фондове акција, фондове тржишта новца, фондове обвезница итд.

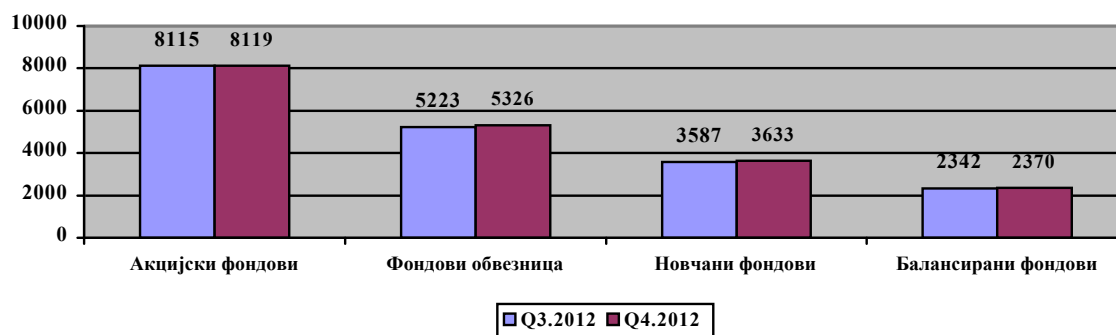
¹²⁷ *Stefano Preda, Funds and Portfolio Management Institutions, Elsevier Science Publiher, 1991, str.17*

¹²⁸ *Вукајловић, Грба Данијела, Инвестициони фондови-Страна искуства и домаће могућности, Централна банка Црне Горе, Подгорица, 2007, стр .83*

¹²⁹ *Institut Investment Company 2013, ICI Fact Book, сmp.202*

¹³⁰ *Investment Company Institute 2013, ICI Fact Book, сmp.202*

Графикон 27. Светска актива отворених инвестиционих фондова по врстама, млрд. еур



Извор: *Efama, International Statistical Release*

Постоје различите врсте отворених инвестиционих фондова.

Агресивно растући фондови су високо остеливи фондови јер су слабо диверсификовани и користе неке од спекулативних стратегија. Они у свом портфељу држе акције малих, растућих компанија из области рачунара, софтвера, биотехнологије, медицинске технологије. Они не деле дивиденде већ све улажу у развој. Компаније су тренутно непрофитабилне али се очекује њихов просперитет.

Фондови малих компанија улажу у мале компаније које имају умерен раст и баве се производњом хране, стамбеном изградњом итд. Ипак фондови очекују да ће они имати натпросечан повраћај те анализирају њихове извештаје 5 година уназад или 3 уколико се ради о новијим компанијама.¹³¹

Фондови растућих акција су стабилнији у односу на претходне фондове. Они дају нагласак на раст капитала а не на дивиденде. Ови фондови улажу у реномиране компаније које се даље развијају. Неки од ових фондова инвестирају ризичније, у компаније које су у фази банкрота или ликвидације, али су њихове акције купљене по ниској цени и може се очекивати њихов раст.

Фондови растућих и приходних портфолиа дају акценат на акције које нуде потенцијал раста. У исто време они инсистирају и на приходу од дивиденди. Њихова портфолиа су састављена од акција како растућих тако и оних са високим приходима и исплатама дивиденди. Статутом фонда се прописује колико мора бити инвестирано у растуће акције а колико у дуговне хартије у зависности од постављеног приоритета.

Фондови прихода од акција се концентришу на зараде од дивиденди. Они представљају инвестицију у акције са најнижим ризиком. Стопа раста вредности акција је

¹³¹ *Richard Ten Wolde, Eleanor Laise, Dagen McDowell, How to fix your portfolio, Smart Money, 2001, str. 70*

скромна. Ради се о компанијама високог степена обраде производа (енергетике) и оним које се баве експлоатацијом природних ресурса (нафте).

Фондови са унапред одређеним роком трајања обезбеђују исплату фиксираног износа главнице на одређени дан. Њихов портфолио је састављен од *зиро* дивидендних обвезница које све доспевају исте године. Принос се исплаћује у моменту доспећа целог фонда. Дугорочне *зиро* обвезнице се морају продавати уз широк дисконт. Ова врста фондова интересантна је инвеститорима којима је у одређеном тренутку у будућности потребна већа сума новца.

Фондови корпоративних обвезница се фокусирају на обвезнице високог квалитета али су ипак ризични јер садрже и одређену суму обвезница нижег ранга.

Хибридни отворени инвестициони фондови у састав свог портфолиа имају акције, обвезнице а могу да садрже и хартије тржишта новца.

Фондови прихода имају за циљ што већи приход док су капитални добици мање битни. Они у саставу портфолиа имају обичне и преференцијалне акције, високо квалитетне обвезнице и хартије новчаног тржишта.

Балансирани фондови су једни од најстаријих фондова. За циљ имају остварење прихода и умерену ап्रेसијацију капитала и његово очување. Врло су опрезни и уравнотежени у својим инвестиционим одлукама. До 65% своје активе улажу у акције а остало у обвезнице и новац. Тако ови фондови губитке на једној врсти хартија компензирају добицима на другој страни.¹³²

Фондови алокације вредности су настали 80-их година 20. века. У саставу портфолиа имају различите ХоВ попут балансираних фондова, с тим што инвестирају и у компаније из област електро-енергетике. Њихове акције доносе високе дивиденде.

Конвертибилни фондови у својим портфолиима имају конвертибилне хартије. Конвертибилне обвезнице могу бити конвертоване у обичне акције или преференцијалне акције које могу бити конвертоване у обвезнице - конвертибиле. Конвертибиле се некад понашају као акције а некад као обвезнице.

Специјализовани или посебни фондови се фокусирају на одређену индустрију, на један регион или одређени тип инвестиција. Они могу инвестирати у већи број компанија али нису диверсификовани.

Фондови опционих прихода уписују опције најмање на 50% хартија из портфолиа. На тај начин обезбеђују веће приходе.

¹³² Шошкић Дејан, *Хартије од вредности, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, 2006, стр.273*

Секторски фондови су усмерени на један одређени сегмент, на пример технологије, природне ресурсе, финансије, здравствено осигурање. Њихови приходи су сасвим различити од просека тржишта. Они се крећу од пуно бољих па до пуно лошијих у односу на просек тржишта.

Индексни фондови инвестирају пре свега у циљу очувања вредности капитала и његовог скромног увећања. Њиховим портфолиима се управља пасивно. Заступају стратегију *купи и држи* те зато имају и ниске трошкове. Поврати ових фондова се могу предвидети јер се од њих очекује пословање на нивоу просека тржишта. Они обезбеђују стабилан пораст вредности инвестираног капитала током времена. Инвеститори све више напуштају фондове са активним управљањем и орјентишу се на индексне фондове.¹³³

Unit trusts су специфични фондови на финансијском тржишту Велике Британије. Банка располаже и управља фондом у корист инвеститора и својим инвеститорима не даје акције већ уделе (*units*) у фонду. *Unit trustovi* такође наплаћују провизију 3,5-5,5%. На дан доспећа исплаћује последњу камату и главницу. После исплате свих обавеза фонд престаје са радом.

Социјални фондови не инвестирају у неке области као у производњу оружја, дувана, алкохола.

Интернационални фондови акција дају додатну диверсификацију портфолиа путем инвестрања у стране компаније. Они могу бити и отворени и затворени. Професионални менаџмент добро познаје инострана тржишта што је појединачном инвеститору недоступно. Ризици међународног инвестирања произилазе из могућности промене девизних курсева као и политичких промена у земљама у којима се инвестира. У САД је фондовима забрањено да инвестирају у земље које се сматрају спонзорима тероризма, као што су Иран и Куба.¹³⁴

У оквиру ове групе постоје и *country* фондови који инвестирају само у ХоВ једне земље. Ови фондови су чешће затворени него отворени. Почели су да се оснивају почетком 50-их година 20. века а нарочито су се развили 80-их и 90-их година. Први фонд ове врсте је основан у САД 1951. год., у Јапану 1962., у Мексику 1981. а Корејски фонд 1984.године. У Европи први овакав фонд је основан 1986. године у Италији.¹³⁵

¹³³ Scott Vincent, *Is Portfolio Theory Harming Your Portfolio*, Green Riva Asset Management, 2011, str.2

¹³⁴ Morningstar, *Global Fund Investor Experience 2013.Report*, str.45

¹³⁵ Вукајловић, Грба Данијела, *Инвестициони фондови-Страна искуства и домаће могућности*, Централна банка Црне Горе, Подгорица, 2007,стр 99

2.1.2. Затворени инвестициони фондови

Затворени инвестициони фондови емитују фиксни број акција које продају на примарном тржишту. Акције емитују путем јавне понуде или иницијалне јавне понуде уколико се фонд први пут појављује на тржишту. Они нису дужни да своје акције откупљују од инвеститора што им омогућава да улажу у мање ликвидну активу. Затворени фондови су статични јер током целог века постојања имају исти број првобитно емитованих акција и не могу ићи у процес докапитализације односно додатно емитовање акција. Из тога произилази да је број њихових акција константан и да је величина њихових портфолиа ограничена. Затворени фонд издаје нове акције само у случају да његови акционари одлуче да га претворе у отворени фонд.¹³⁶

Постоје две битно детерминисане цене акција у затвореним инвестиционим фондовима. Прва је нето вредност активе по акцији, а друга купопродајна цена акција на берзи. Нето вредност по акцији - НАВ се израчунава тако што се сабере цела актуелна вредност као актива фонда, одузму се обавезе и све подели бројем преосталих неисплаћених акција фонда. Друга важна величина је цена акција на тржишту по којој се оне могу купити или продати на берзи. Цена акција на секундарном тржишту се формира на основу понуде и тражње и не мора одговарати НАВ-у. Ако је цена акција фонда изнад НАВ-а, каже се да се њихове акције продају уз премију, а ако је цена испод НАВ-а онда се каже да се акције тих фондова продају уз дисконт. Ова цена акција фонда обично варира од 5-20% испод њихове нето вредности. Постојање дисконта или премије код неког фонда је мерило његове популарности. Већи дисконт значи мању популарност и тражњу за тим фондом и обрнуто. Узрок продаје уз дисконт неки аналитичари налазе у незаинтересованости брокера услед ниске зараде. Поред тога због устаљене стратегије *купи и држи* акцијама затворених фондова се не тргује често. Зато се затворени фондови на берзама више продају од стране инвеститора него од брокера. Постоје и други узроци постојања дисконта на цене акција затворених фондова: порез и трошкови трансакција, лоша продуктивност менаџмента и недостатк емпиријских студија којима би унапредили ефекте анализа.¹³⁷

Иако су затворени фондови настали раније од отворених фондова они су мање популарни. На крају 2012. год. затворени фондови у САД су имали активу од 265 милијарди \$. Историјски гледано највеће учешће у затвореним фондовима имају фондови обвезница. У 2002. је било чак 79% фондова обвезница у укупној нето активи затворених

¹³⁶ Lynch Peter, *Beating the Street*, Simon & Shuster, 1993, str. 74

¹³⁷ Pol Draper, *Closed-End Mutual Funds in Great Britain*, Elsevier Science Publishers Co. 1991, str. 27

фондова а 2012. год. 62%.¹³⁸ Од укупно 602 затворена инвестициона фонда у САД на крају 2012. на фондове акција отпада 211 а фондове обвезница 391 фонд.¹³⁹

Постоје разне врсте затворених инвестиционих фондова.

Затворени фондови малих акција могу бити интересантнији од отворених фондова малих акција, мада имају пуно заједничких особина. Они не морају да обезбеђују ликвидност ради откупа сопствених акција те се њиме лакше управља.

Стари и класични затворени фондови акција су настали крајем двадесетих и почетком тридесетих година 20.-ог века. Они инвестирају на дуге стазе и избегавају ризике. Њихов циљ је очување капитала, остварење солидног прихода, ап्रेसијација капитала. Инвестирају у дефанзивне акције средњих и малих компанија уз висок ниво диверсификације. Карактерише их низак поврат на портфолио.

Затворени фондови подељеног капитала настали су 60-их год. у САД и у Великој Британији. Циљ оснивања ових фондова је омогућавање инвеститорима да у оквиру једног фонда реализују различите циљеве. У ту сврху овај фонд издаје приходне или преференцијалне акције које доносе приход који се исплаћује на одређени дан у будућности и капиталне или обичне акције којима припада учешће у укупном капиталу фонда. Дакле, они морају бити састављени од акција са приходом и од оних са потенцијалима капиталног раста, а у извесној мери могу држати и друге врсте вредносних папира.

Затворени секторски фондови акција инвестирају у одређене области, секторе или географска подручја. Секторски затворени фондови акција имају портфолија која су састављена од акција у највећем делу, а остатак могу чинити обвезнице и друге ХоВ. Ови фондови могу да инвестирају у рударство и енергетику, злато и руднике злата, банкарство, здравство, фармацеутску индустрију итд. Инвестирање у злато и руднике злата се сматра најризичнијим.

Фондови директног инвестирања су врста затворених фондова обвезница. Хартије за свој портфељ прибављају директно од издаваоца или кроз приватне преговоре са продавцима директних улога. Њихова тржишна вредност не произилази из котирања већ је одређује управни одбор фонда или повереник фонда. Њиховим акцијама се тргује уз шире дисконте због неликвидности хартија које чине највећи део портфолиа. Нуде висок поврат уз висок ризик.

Мултистратешки фондови обвезница инвестирају у најмање три сектора: у државне обвезнице, високоприносне корпоративне обвезнице и обвезнице страних влада. Високо

¹³⁸ *Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, стр.63*

¹³⁹ *Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book, стр.65*

приносне обвезнице и обвезнице страних влада доносе висок принос праћен високим ризиком. Државне обвезнице уводе стабилност и не превелику зараду. Циљ пословања је висок текући приход а ап्रेसијација капитала је секундарна.

Фондови конвертибилних обвезница у свом портфолиу највећим делом имају конвертибилне обвезнице. Те обвезнице се могу на одређени дан у будућности конвертовати у власничке хартије.

Фондови партиципација у зајму иако се сматрају затвореним фондовима имају карактеристике и затворених и отворених фондова обвезница. Организовани су као затворени фондови али се не котирају на берзама и врше откуп властитих акција од својих акционара. Зарада се утврђује уговором. Њихове акције се свакодневно могу купити од брокера а могу се продати само у одређеним временским интервалима.

Фондови висококвалитетних обвезница су настали најпре као затворени фондови у САД 70-их година. Јављају се и као отворени фондови. Фокусирани су на висококвалитетне обвезнице. У свом портфолиу имају висококвалитетне дуговне хартије, углавном домаће али и иностране, конвертибилне обвезнице и преференцијалне акције. Просечан рок доспећа хартија из њиховог портфолиа је око 16-17 година.

Фондови високоприносних корпоративних обвезница инвестирају у домаће корпоративне обвезнице чије цене зависе од финансијског стања издаваоца а не од промена интересних стопа. Високоприносне обвезнице имају висок ризик ликвидности и кредитни ризик. Врло често користе левериџ ради остварења високог приноса, те често упадају у проблеме враћања дуга. У њиховом раду је веома важна стручност менаџера. Јављају се и као отворени и као затворени фондови.

Фондови државних обвезница инвестирају 65% свог капитала у дуговна издања владе или других државних агенција. Остали део портфолиа могу чинити дуговне хартије иностраних влада или корпоративне обвезнице. Просечан рок доспећа портфолиа ових фондова је између 5 и 10 година. И ова врста фондова се јавља у форми отворених и затворених фондова.¹⁴⁰

Фондови државних обвезница осигураних хипотеком су основани пре тридесетак година у САД. Највећи део њихових портфолиа они држе у овим обвезницама или у дериватима хипотекарних хартија. Ове хартије инвеститорима нуде атрактивне зараде и исплату интереса на време. У циљу постизања високих прихода ови фондови користе и левериџ и хеџинг. Затворени фондови ове врсте у свом портфолиу садрже 65% државних обвезница осигураних хипотеком, док код отворених фондова тај проценат није прописан.

¹⁴⁰ Albert J. Fredman, George Cole Scott, *Closed-End Funds: Finding Value and Building Wealth*, New York, 1991, str. 72

Фондови општинских обвезница највећи део својих портфолиа инвестирају у општинске обвезнице. Општинске обвезнице емитују општински органи у циљу финансирања јавних услуга и пројеката. Ови фондови нуде добру ликвидност инвеститорима. Приходи су изузети од опорезивања док су капитални добици подложни опорезивању.¹⁴¹ Акције затворених фондова општинских обвезница продају се по ценама које укључују дисконте распона од 5% до 10%.

Фондови са флексибилним портфолиом теже ка већој апresiasi капитала те су њихове зараде ниже. Њихов успех зависи од способности менаџера и њихових предвиђања о кретањима на тржишту. Ни код отворених ни код затворених фондова овог типа не постоје ограничења у погледу максималних износа инвестирања у поједине хартије и њиховог квалитета.

Глобални фондови организовани као затворени фондови морају да инвестирају минимално 65% портфолиа у обвезнице иностраног издања. Код отворених фондова ове врсте ово ограничење није тако стриктно. Послови са интернационалним обвезницама захтевају од менаџера велико знање јер је тржиште интернационалних обвезница под утицајем промена интересних стопа на тржиштима издавалаца.

Посебна врста затворених инвестиционих фондова су *фондови некретнина* тзв. *Real Estate Investment Trusts* који расположива средства улажу у некретнине или у хипотекарне кредите и грађевинске зајмове. Ови фондови су се појавили 60-их година и данас су врло популарни. Приходе остварују на основу наплате ренти и закупнина на основу власништва над некретнинама. Особођени су плаћања државног пореза на приход под условом да барем 3/4 својих прихода добијају из пословања везаног за некретнине и да акционарима прослеђују преко 90% нето прихода.¹⁴²

Country funds су најпознатији затворени фондови где је улагање везано за одређену земљу. Посебно су занимљиви фондови тржишта земаља у развоју јер те земље имају бржи раст од високо развијених земаља одакле долазе инвеститори и у њима финансијска тржишта доживљавају снажан раст. То инвеститорима даје шансу за већу и бржу зарату. Такве земље су земље далеког истока (Тајван, Сингапур, Тајланд, Малезија, Индонезија, Кореја), Латинске Америке (Аргентина, Бразил) и друге.

Конвертибилни инвестициони фондови могу бити и отворени и затворени, мада су више карактеристични за затворене фондове. Они морају имати бар 65% капитала инвестираног у конвертибиле, односно конвертибилне акције или обвезнице. Приходи које

¹⁴¹ Jeffrey M.Landerman, *Guide to Mutual Funds, Associate Editor, Business Weeks Third Annualan Editionm McGraw Hill, 1993, str.46*

¹⁴² *Јово Једнак, Финансијска тржишта, Београдска пословна школа, Београд, 2007, стр.207*

обезбеђују конвертибилне у просеку су 20-25% нижи од прихода на хартије које нису конвертибилне.

Сигурносни (заштитни) фондови су посебан тип фондова са активом која се процењује на преко 500 милијарди \$ у Америци. Они захтевају улагања од најмање 100 000 \$ до 20 милиона \$. Сигурносни фондови могу да имају 99 инвеститора који морају да имају годишње приходе од 200 000 \$ и више или нето имовину од 1 милион \$. Иако имају назив *сигурносни* фондови то ништа не значи јер они врло често преузимају велике ризике те могу пуно да изгубе. Захтевају од својих инвеститора да поверавају свој новац на период од неколико година. Обично наплаћују камату инвеститорима од 1% на имовину којом управљају, плус 20% на профите.

2.2. Врсте инвестиционих фондова по основу рочности

По основу рочности ХоВ из њиховог портфолиа инвестицион фондови се деле на оне који инвестирају на тржишту новца и оне који инвестирају на тржишту капитала. На крају 2012. год. инвестициони фондови у свету који инвестирају на тржишту новца имали су нето активу од 3 633 милијарди еура, а фондови на тржишту капитала (дугорочни) су имали нето активу од 15 815 милијарди еура.¹⁴³

2.2.1. Инвестициони фондови на тржишту новца

Инвестициони фондови на тржишту новца (*Money- Market Funds*) зову се још ликвидни инвестициони фондови (*Liquid asset funds*).У САД су основани ради заштите вредности прихода и домаће валуте, а у Француској и Италији да би се штедња становништва преусмерила у финансирање јавног дуга. До средстава долазе продајом акција а инвестирају их у инструменте тржишта новца који су врло ликвидни. Инвестирањем у ликвидне и ниско ризичне финансијске инструменте зарађују релативно високе стопе приноса. Акционарима емитују чекове и кредитне картице.¹⁴⁴

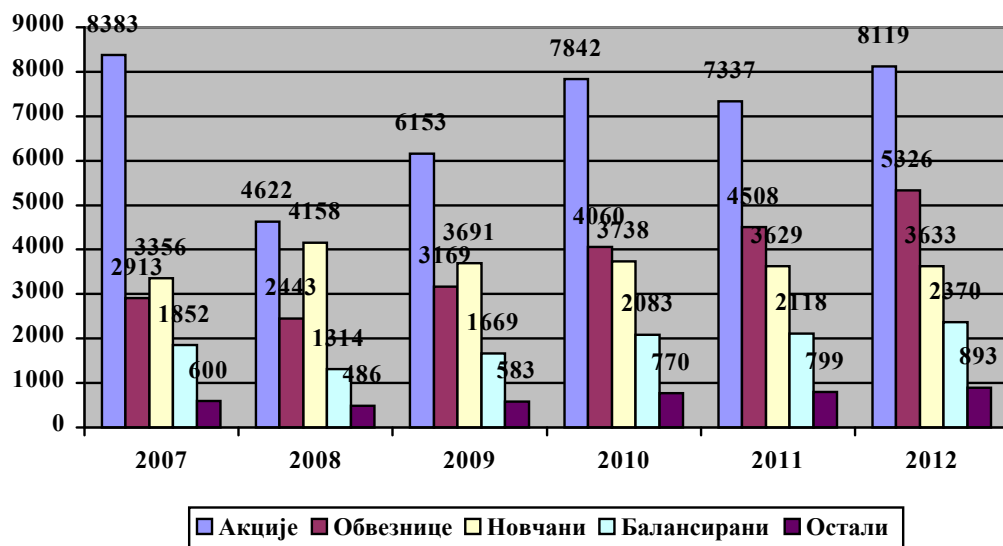
Инвестициони фондови тржишта новца могу бити организовани као отворени и као затворени фондови. Отворени фондови имају већу активу због веће ликвидности. Дивиденде им личе на камате и веома су слични банкарским рачунима. На крају 2012. год. актива светских инвестиционих фондова на тржишту новца је износила 3633 млрд. еура. Њихова највећа вредност је забележена 2008. год. у време финансијске кризе када је актива дугорочних фондова занчајно опала. Од 3 633 млрд. еура, колико је износила актива

¹⁴³ *Efama, International Statistical Release, str.3*

¹⁴⁴ *Шошкић Дејан, Хартије од вредности, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, 2006, стр.268*

светских новчаних фондова на крају 2012. удео европских новчаних фондова је 1 015 млрд. еура или 27,9 %, а новчаних фондова САД 2 041 млрд. еура или 56,2%.¹⁴⁵

Графикон 28. Вредност актива светских фондова по типовима, млрд. еура



Извор: Efama, International Statistical Release, str.9

Њихов циљ је да зараде релативно високе стопе приноса инвестирајући у ликвидне краткорочне финансијске инструменте тржишта новца. У највећем броју случајева у структури њихове активе учествују комерцијални записи, државне хартије од вредности, депозитни сертификати, благајнички записи и остале ХоВ. Током кризе 2008. и 2009. државне ХоВ су учествовале са готово 50% у активи новчаних фондова, али са смиривањем тржишта њихово учешће опада.¹⁴⁶

Новчани фондови се одликују кратким роковима доспећа, каматном стопом већом од штедних улога, великом сигурношћу и великим приносом. Они стално стварају позитиван обрт током времена а фондови обвезница и акција могу доживети и негативан принос. Зато су популарни међу инвеститорима који желе стабилност и сигуран пласман. Ако ови фондови у САД распоређују најмање 90% својих прихода на власнике хартија од вредности, држава их не опорезује.

¹⁴⁵ Efama, International Statistical Release, str.2,9

¹⁴⁶ Investment Company Institute 2013, ICI Fact Book,cmp.178

2.3.2. Инвестициони фондови на тржишту капитала

Фондови који инвестирају на тржишту капитала претежно инвестирају у акције и дугорочне обвезнице, дугорочне државне обвезнице, хипотекарне заложнице као и у финансијске деривате-опције, фјучерсе и варанте. Актива светских дугорочних фондова на крају 2012. износила је 15 815 милијарди еура.¹⁴⁷

Инвестициони фондови који инвестирају у акције су најстарији и најзаступљенији. У САД крајем 1980-тих учешће ове категорије фондова у укупној активи фондова отвореног типа је износило око 60%.¹⁴⁸ Популарност ових фондова је порасла услед бума на тржишту акција 1990-тих. Друге ХоВ су пружале ниске приносе док се инвестирањем у акцијске фондове очекује велики обрт на тржишту акција. Инвестирање у акцијске фондове на кратак рок може се показати као ризична инвестиција. Предности фондова акција долазе до изражаја у дужем временском периоду. У дугорочном периоду обичне акције су најбоља инвестиција иако носе већу ризичност од хартија са фиксним приносом.

Отворени фондови акција остварују у просеку боље резултате од затворених фондова акција. Истовремено затворени фондови обвезница остварују боље резултате од отворених фондова обвезница, зато што већина затворених фондова користи левериџ.¹⁴⁹ Коришћење финансијске полуге својствено је углавном затвореним фондовима обвезница и може бити врло ризично.

Акцијски фондови у свету су највећи инвестициони фондови чија актива убедљиво надмашује све остале фондове. Само је 2008. године дошло до наглог пада вредности ових фондова услед кризе али су се они убрзо опоравили и заузели пређашње стање. Актива акцијских фондова у свету на крају 2012. је износила 8 119 млрд. еура. Највећи су акцијски фондови САД са активом од 4 498 млрд. еура и представљају удео од 55,4% од укупних акцијских фондова у свету. Иза њих по величини активе су европски акцијски фондови који учествују у укупној светској активи акцијских фондова са 25,8% и вредност њихове активе износи 2 099 млрд. еура. Сви остали региони чине 18,8% активе акцијских фондова.¹⁵⁰

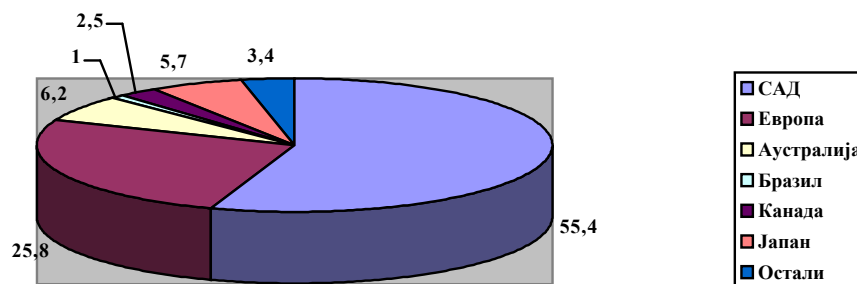
¹⁴⁷ *Efama, International Statistical Release, str.3*

¹⁴⁸ *Amiling Fredrik, Investments, An Introduction to Analysis and Management, Prentice-Hall International Editions, New York, 1989, str.229*

¹⁴⁹ *Jeffery M.Landerman, Guide to Mutual Funds, Associate Editor, Business Week, Mc Graw-Hill Inc, New York, 1993. str.91*

¹⁵⁰ *Efama, International Statistical Release, str.3*

Графикон 29. Географско учешће акцијских фондова у укупној
активи ових фондова (%), 2012.



Извор: *Investment Company Institute 2013, ICI Fact Book*

Инвестициони фондови обвезница у свету су крајем 2012. год. имали активу од 5326 милијарди еура. Највећи су фондови САД који учествују у светској активи фондова обвезница са 48,8% (2 597 млрд. еура). Иза њих по величини су европски фондови обвезница са учешћем од 34,7% (1850 млрд. еура) у светској активи ових фондова. Сви остали региони чине 16,5 % активе фондова обвезница.¹⁵¹

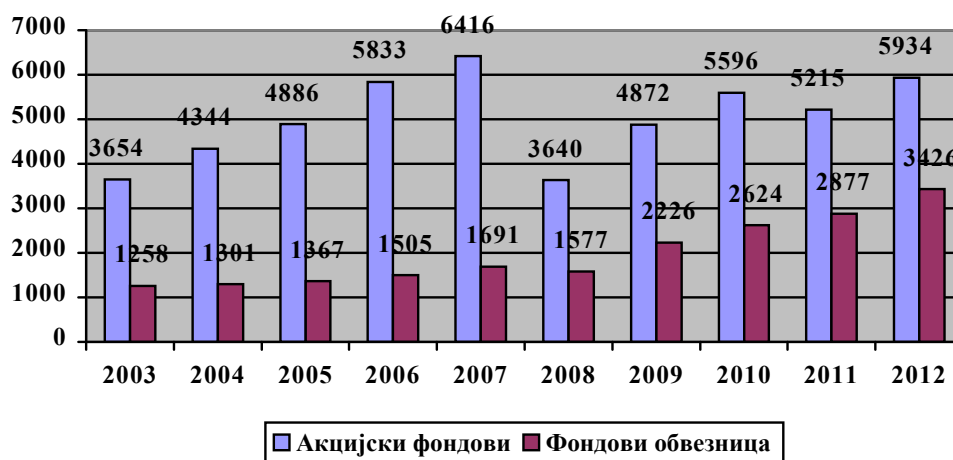
Дугорочни фондови обвезница су фондови са просечним трајањем преко 10 година, средњорочни 5-10 година а краткорочни 1-3 године. Фондови који инвестирају у обвезнице могу инвестирати искључиво у обвезнице државе и државних корпорација или у обвезнице локалних органа управе, у хипотекарне обвезнице или обвезнице корпорација и банака. У активи фондова обвезница САД у 2012. највеће учешће имају обвезнице корпорација и дугорочне обвезнице влада.¹⁵² Апсолутно квалитетним могу се сматрати само државне обвезнице. Ризици инвестирања у обвезнице су ризик промене интересне стопе, кредитни ризик, ризик куповне снаге, ризик ликвидности, ризик валуте, ризик стопе реинвестирања.

Улагања у обвезнице осамдесетих година прошлог века надмашила су улагања у акцијске фондове. Међутим, од средине 1990-тих улагања у акцијске фондове су већа. Обвезнице су интересантне оним инвеститорима који трагају за месечним приходима а мање им је битна дугорочна апresiasiја вредности инвестираног капитала. Фондови обвезница инвеститорима исплаћују приходе месечно, квартално или другом периодиком, што је назначено у проспекту.

¹⁵¹ *Efama, International Statistical Release, str.3*

¹⁵² *Investment Company Institute 2013, ICI Fact Book, стр.96*

Графикон 30. Отворени фондови акција и обвезница у САД, млрд. \$



Извор: Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book

Балансирани или хибридни инвестициони фондови инвестирају у обичне акције, преференцијалне акције, обвезнице влада и корпорација истовремено. Актива хибридних заједничких фондова у свету је на крају 2012. године износила 2 370 милијарди еура. Највеће учешће у светској активи ових фондова имају европски балансирани фондови, 42% (995 млрд. еура).¹⁵³

Актива балансираних фондова у САД на крају 2012. године је износила 751 млрд. еура са учешћем од 31,7% у светској активи ових фондова.¹⁵⁴ У активи балансираних фондова САД највећи део чине акције 59,1%.¹⁵⁵

2.3. Врсте инвестиционих фондова по инвестиционим циљевима

У зависности од циљева инвестиционе политике фондови формирају одређени портфолио. Постоји широк спектар алтернатива у избору али је најбитнији однос према приносу и ризику. Неки фондови су усредсређени на високе приносе а други ка умереним стопама приноса. Фондови који инвестирају у обвезнице (*Bond Funds*) усмерени су ка нижем приносу али и већој сигурности. Фондови који инвестирају претежно у акције (*Equity Funds*) доносе већи приход уз већи ризик. Сви већ помињани фондови се могу разврстати у више група у зависности од инвестиционих циљева који су себи поставили. Тако разликујемо: *инвестиционе фондове агресивног раста, инвестиционе фондове малих компанија, фондове раста, фондове високог прихода, фондове раста и прихода,*

¹⁵³ Efama, International Statistical Release, str.2

¹⁵⁴ Efama, International Statistical Release, str.2

¹⁵⁵ Investment Company Institute 2013, ICI Fact Book,cmp.169

избалансиране инвестиционе фондове, индексне фондове, специјализоване фондове, етичке или социјално одговорне фондове, неопорезиве фондове, фондове конвертибилних обвезница, фондове обвезница корпорација, инвестиционе фондове државних обвезница, мулти фондове и друге.

2.4. Посебне врсте инвестиционих фондова

На савременом финансијском тржишту дошло је до стварања сложених финансијских институција. Тако долази до појаве *фамилије фондова* који у свом саставу имају више инвестиционих фондова. Они су значајна и моћна финансијска иновација. Фамилије фондова омогућавају инвеститорима прелазак из једног у други фонд у оквиру фамилије фондова. Користећи економију обима они снижавају трошкове уз истовремено повећање профита. Идеална фамилија фондова има у понуди широк дијапазон хартија од вредности, нуди широк спектар услуга, има ниске трошкове а постиже врхунске резултате.

Приватни инвестицион фондови су инвестиционе фирме које улажу новчана средства у компаније а заузврат добијају уделе у капиталу предузећа, који могу бити већински или мањински. Циљ улагања је повећање вредности компаније што се постиже њеним реструктурирањем, подизањем економских перформанси, јачањем њених тржишних позиција. Након повећања вредности компанија, фондови продају свој власнички део и тако остварују профит.

Приватизациони фондови постоје у већини транзиционих земаља где се процес транзиције одвија кроз бесплатну доделу акција (ваучера) запосленима или становништву. Ови фондови су били саставни део масовне приватизације у већини земаља Централне и Источне Европе са тежњом да буду водећи економски субјекти у тим земљама. Настали су као национални државни инвестициони фондови или као самостално формиране институције.

Unit investment trusts (UITs), су регистроване инвестиционе компаније са карактеристикама обе врсте фондова, и отворених и затворених. Као код отворених фондова, акције (јединице) се могу откупити. Као затворени фондови имају фиксни број акција. За разлику од обе врсте фондова они имају предодређен датум престанка рада у зависности од улагања која су у портфолиу. Постоје две основне категорије: трустови обвезница и трустови акција. Трустови обвезница могу бити опорезиви и неопорезиви. Трустови акција могу бити домаћи и међународни.

Exchange Traded Funds (ETF) – *инвестициони фондови* чијим се акцијама тргује на берзи представљају хибридную форму отворених и затворених фондова. Иако се њима тргује

на берзи као и акцијама затворених фондова, они су заправо и отворени фондови јер се број њихових акција у оптицају може повећавати и смањивати у зависности од тржишне тражње. Њихове акције се могу куповати и продавати на берзи али се могу и повлачити постојеће и креирати нове акције. Њихова имовина састоји се од акције и обвезнице. Цела њихова структура улагања прилагођена је структури изабраног индекса или су уско специјализовани за одређени сектор. Већина ЕТФ-ова прати кретање одређеног индекса (*S&P 500*, *NASDAQ*, *MSCI EAFE*.) Они имају знатно ниже провизије за управљање од осталих фондова. Улагач може у сваком тренутку да ЕТФ купи или прода на берзи. Међутим ЕТФ-ови имају и одређене недостатке. Приликом сваке трговине њиховим акцијама акционари плаћају брокерску провизију.

Први ЕТФ био је *SPDR*, који је представљао амерички индекс *S&P 500*, а данас је то уједно и један од најликвиднијих ЕТФ-ова. Убрзо су се појавили ЕТФ-ови везани за одређене секторе, за плин, нафту, бакар, злато, сребро и дужничке вредносне папире. Прави бум су доживели у Европи и Азији када су се појавили први ЕТФ-ови који су представљали деоничке индексе у тим земљама. Данас су веома популарни ЕТФ-ови који користе полугу и помоћу опција и футурес уговора повећавају принос за два до три пута. Последњих година су ЕТФ-ови најтргованији вредносни папири у САД али и у Европи и врло су атрактивни за инвестирање.

Off-shore funds постају све популарнији у свету. Оснивају се у земљама са ниским пореским стопама а средства пласирају на финансијским тржиштима развијених земаља. Они тргују интензивније и агресивније од осталих врста фондова. Најчешће су лоцирани у земљама где постоје ниске стопе пореза (Бахами, Бермуда, Кајманска острва и друге земље *пореског раја*).¹⁵⁶

Суверени фондови – први такав фонд је основан 1816. године. Оснивачи ових фондова су по правилу државе богате природним ресурсима (нафта). Преко половина *SIF*-ова је основана пре 2000. год. али је од тада дошло до раста њихове имовине и броја. Они су постали важни глобални играчи на међународној заједници. *SIF*-ови су посебни инвестициони фондови у власништву држава. Међутим то нису класичне резерве које бране домаћу валуту. Они су најчешће финансирани из суфицита платног биланса, званичних операција са страном валутом и прихода од приватизације, фискалних суфицита или продаје рудних богатстава. У *SIF*-ове не улазе девизне резерве које држе монетарне власти ради спровођења монетарне политике, национални пензиони фондови, државне банке. Средстава *SIF*-ова су инвестирана дугорочно и нису ликвидна. Процењује се да је

¹⁵⁶ *Woochan Kim, Shang Jin Wei, Offshore Investment Funds: Monsters in Emerging Markets? Korea University Business School and Columbia Business School-Finance and Economics, 2000., str.4*

укупна сума средстава под менаџментом суверених фондова 3000-3500 милијарди \$. Девет највећих фондова управља са више од 100 милијарди \$ сваки и представљају 81% укупне суме под SIF-овима. *ADIA (Abu Dhabi Investment Authority)*, највећи суверени фонд, држи више од четвртине укупне суме.¹⁵⁷ По пројекцијама међународних институција SIF-ови ће наставити да расту и играће све важнију улогу у глобалним финансијама.

2.4.1. Хеџ фондови

Хеџ фондови се могу дефинисати као агресивно управљање портфолиом инвестиција коришћењем екстремних инвестиционих стратегија попут леверица, дугих, кратких и дериватних позиција на домаћем и међународним тржиштима, са циљем генерисања високих приноса. Основна предност хеџ фондова састоји се у томе што могу инвестирати на начин који није дозвољен класичним инвестиционим фондовима и имају могућност улагања у све врсте финансијских инструмената.

У многим земљама не морају уопште бити регистровани. То се објашњава чињеницом да не постоји механизам који би могао забранити одређеној групи индивидуалних инвеститора да удруже новац и заједно га инвестирају. Хеџ фондови су у ствари приватна партнерства у коме инвеститори поверавају капитал менаџеру. Имају третман *дивљих* фондова јер не подлежу законским прописима који регулишу рад инвестиционих фондова. Њихов рад је нетранспарентан јер не морају да објављују информације о томе где и на који начин пласирају новац. Они су често регистровани у *offshore* финансијским центрима како би имали погодности у погледу плаћања пореза. У већини земаља они нису обавезни да достављају документа о пословању на увид надлежним органима и инвеститорима. У САД нису обавезни да се региструју код СЕЦ-а и изузети су од свих прописа СЕЦ-а.

То су деоничарски фондови који воде врло ризичне инвестиционе стратегије а намењени су врло богатим инвеститорима. Од инвеститора се захтева да улажу новац на дужи период, често на неколико година. Минимални улог од стране појединачних инвеститора је врло висок – од 250 хиљада до чак 25 милиона \$, што значи да су намењени великим корпорацијама и богатим појединцима.

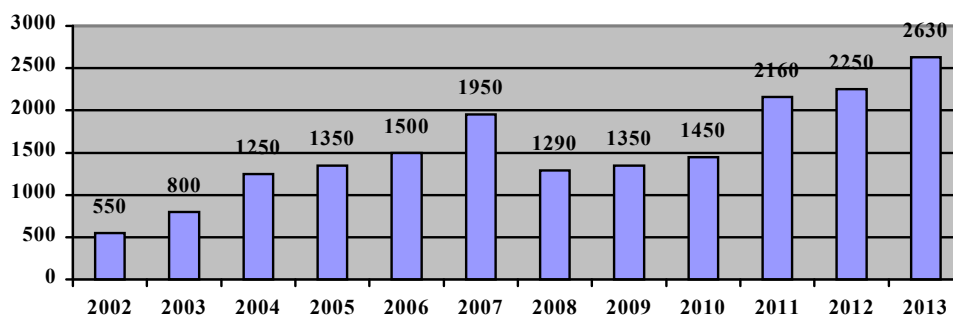
Хеџ фондови су се појавили 1949. када је Алфред Џонс први покренуо фонд који помоћу заузимања тзв. дугих и кратких позиција на тржишту омогућава постизање циљне изложености ризику тржишта. Они су агресивни и ризикују више од традиционалних фондова. Сама реч хеџ означава стратегију за избегавање ризика, што у пракси није увек

¹⁵⁷ *Bank of England, Sovereign wealth funds and global imbalance, 2008, str 199*

случај. У зависности од инвестиционе стратегије могу се поделити у неколико група: дирекциони, арбитражни, хедџ фондови са стратегијом коришћења конкретних догађаја, фондови хедџ фондова.¹⁵⁸

Актива хедџ фондова је 1990. године била око 50 милијарди \$ али је њихова популарност брзо расла а са њом се повећавала и њихова вредност.¹⁵⁹ Достижу максимум 2007. када је близу 10 000 хедџ фондова имало активу од 1,95 билиона \$. Током кризе она је пала за 33%.¹⁶⁰ Укупна актива хедџ фондова на крају 2013. је износила преко 2,6 билона \$. Око 65% имовине хедџ фондова је у власништву институционалних инвеститора, пре свега пензионих фондова (38%), универзитета и непрофитних организација.¹⁶¹

Графикон 31. Актива глобалних хедџ фондова, млрд. \$



Извор: EUREKAHEDGE, Key Trends in Global Hedge Funds

Претходна, 2013. година је била рекордна година када је њихов капитал порстао за преко 360 милијарди \$. Стопа повраћаја хедџ фондова је имала средњу вредност од 16,33%.¹⁶² Највећи светски хедџ фонд *Bridgewater Associates* има имовину од 77,6 милијарди \$, иза њега је *Man Group* са имовином од 64,5 милијарди \$ а трећи по величини активе је *J.P. Morgan Asset Management* са имовином од 46,6 милијарди \$. Водећих 100 хедџ фондова држи приближно две трећине имовине у индустрији.¹⁶³

Највећим делом индустрије хедџ фондова се управља из Северне Америке што чини 1 697 милијарди \$ или 73% активе, а потом из Европе са 425 милијарди \$ или 18% светске активе хедџ фондова. Преостали део од 9% се односи на Азију, Пацифик, Латинску

¹⁵⁸ Tomas Garbaravicius, Frank Dierick, *Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability*, European Central Bank, 2005, str.8

¹⁵⁹ Burton G.Malkiel, Atanu Saha, *Hedge Funds: Risik and Return*, Princeton University, Princetons Center for Economic Policy Research, 2004, str.3

¹⁶⁰ EUREKAHEDGE, *Key Trends in Global Hedge Funds*

¹⁶¹ Managed Funds Association, *The Voice of the Global Alternative Investment Industry*

¹⁶² *The 2014 Preqin Global Hedge Fund Report*, cmp.44

¹⁶³ *Bloomberg Markets Magazine*

Америку, Аустралију и Африку.¹⁶⁴ САД су топ регион у коме послују највећи хед фондови. *New York* је највећи центар за ову индустрију у Америци док је у Европи највећи центар Лондон. Интересовање за хед фондове у Азији почиње 2003. посебно у Јапану, Хонг Конгу и Сингапуру. Број хед фондова је преко 10 000.¹⁶⁵

Хед фондови обично користе кредите у знатно већем обиму од власничког капитала својих инвеститора. Уколико менаџери добро процене, коришћење високих леверица утицаће на стварање високе стопе приноса. Међутим, уколико дође до погрешних процена висока задужења ће изазвати проблеме и код кредитора а може да се пренесе и на цело финансијско тржиште. Просечна бруто полука свих хед фондова је 2,1 мада постоје неки акцијски фондови са великим полукама изнад 30. Леверица код других сектора је највише 4,8.¹⁶⁶

Колапс *Long Term Capital Management* 1998. год., тада највећег хед фонда, указао је на опасност коју може да изазове слом једног великог хед фонда. Стратегија фонда је одлично функционисала 1995. и 1996. год. уз приносе преко 40%. Овај фонд се углавном бавио спекулативним трансакцијама на америчком, јапанском и европском тржишту обвезница, користећи врло велике износе кредита од банака. Међутим, фонд је између октобра 1997. и октобра 1998. год. изгубио 92% свог капитала. Леверица ратио се повећао са 25:1 на 55 : 1.¹⁶⁷ Неизбежан крах LTCM је угрозио рад банака и довео у опасност финансијско тржиште. Ускочила је америчка централна банка. У LTCM је убризган свеж капитал те су кредитори постали његови већински власници.¹⁶⁸

Хед фонд *Amaranth Advisors* доживео је дебакл 2006. године. Укључен у трговање нафтом привукао је велике износе новца од пензионих фондова. Излажући се на фјучерс тржиштима природног гаса изгубио је 6 милијарди од 9 милијарди \$ нето вредности. Фонд је био леверицован 7 пута. Губици фонда значили су и губитак за пензиони фонд који је у њега инвестирао.¹⁶⁹

Хед фондови спекулативним активностима могу да активирају поремећаје на тржишту. Ако агресивни хед фонд са довољно финансијских ресурса нападне цене одређених финансијских актива у циљу извлачења спекулативне добити, финансијска

¹⁶⁴ <http://finance.yahoo.com/news/global-hedge-fund-assets-near-050000937.html>

¹⁶⁵ *Hedge funds: An Introduction; Understanding a Critical Tool in the Global Economy, Managed Funds Association, 2013, стр. 7*

¹⁶⁶ *Andrew Ang, Sergiy Gorovyy, Georgy B. van Inwegen, Hedge Fund Leverage, Columbia University and NBER, Columbia University, Citi Private Bank, 2010, стр. 25*

¹⁶⁷ *Burton G. Malkiel, Atanu Saha, Hedge Funds: Risk and Return, Princeton University, Princetons Center for Economic Policy Research, 2004, стр. 6*

¹⁶⁸ *Милутин Ђировић, Финансијска тржишта, Научно друштво Србије, Београд, 2007, стр. 285*

¹⁶⁹ *Слободан Лакић, Институције нове финансијске архитектуре: Хед фондови, Економски факултет Подгорица, стр. 7*

стабилност може бити угрожена. Фонд може да прода велики број одређених деоница, плавећи тржиште и обарајући њихову цену, а затим да купи деонице исте компаније по знатно нижој цени.¹⁷⁰ *Sorošev* хец фонд *Quantum HF* напао је британску фунту 1992. год. и довео до њене девалвације и њеног преласка на пливајући курс.

Већином хец фондова управљају искусни професионалци и већина њих је високо специјализована, тргујући само у оквиру области за коју су експерти. Менаџери хец фондова су високо плаћени. Поред провизије од 1- 2 % за управљање фондом награђени су и стимулативном провизијом за остварене резултате. Ако хец фонд у једној години има губитак а у другој оствари профит у висини губитка из претходне године стимулативна провизија се не исплаћује.¹⁷¹

Ray Dalio је најуспешнији међу менаџерима хец фондова кога је ангажовао *George Soros*. Он је за инвеститоре *Pure Alpha* фонда током 2011. год. зарадио 13,8 милијарди \$. Менаџер *Džon Polson* зарадио је у 2007. рекордну годишњу плату од чак 3,7 милијарди \$. *Polson* је у жеку америчке станоградње 2005. године, док су милиони Американаца прихватили ризичне стамбене кредите посумњао у солидност тих кредитних аранжмана па је новац окретао другим пословима. Његову процену да је америчко хипотекарно тржиште финансијска кула на стакленим ногама инвеститори су богато наградили, јер су у његове хец фондове уложили преко 30 милијарди \$ и остали без долара губитка. Међутим, у 2011. су инвеститори изгубили 9,6 милијарди \$ што је највећи губитак једног хец фонда, већи од оног након колапса LTCM. Овај милијардер, који се обогатио као менаџер хец фонда 2013. је изгубио 736 милиона \$ инвестирајући у *SPDR Gold Trust ETF*.¹⁷²

Година 2008. била је једна од најлошијих за хец фондове. Престало је да постоји око 1000 хец фондова и преко 500 милијарде \$ повучено је из ове индустрије. Око $\frac{3}{4}$ хец фондова остварило је губитке. Они нису имали централну улогу у обликовању динамике кризе, али су њихове перформансе драматично погоршане. Глобална криза заљуљала је репутацију њихових менаџера и оспорила њихову прецењену способност да у свакој ситуацији могу остварити профит.¹⁷³ Хец фондови у САД се оптужују да нарушавају односе на тржишту. Међутим они нису највећи учесници на тржишту нити представљају једини извор ризика. Процењених 1,7 билиона \$ вредности активе свих хец фондова у САД

¹⁷⁰ *Kostas Tsatsaronis, Hedge Funds, BIS Quarterly Review, 2000, Str.64*

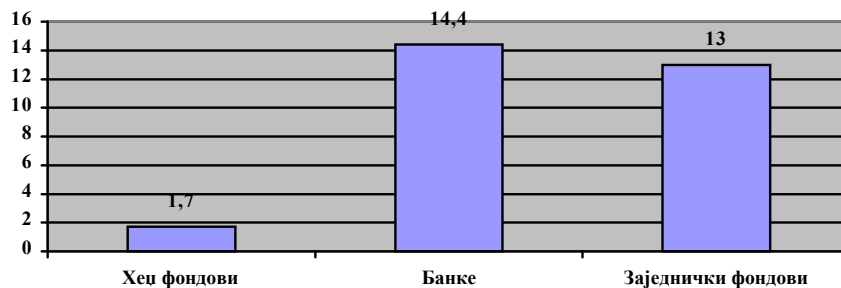
¹⁷¹ *Tomas Garbaravicius, Frank Dierick, Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability, European Central Bank, 2005, str.17*

¹⁷² *2014 Forbes .com LLC*

¹⁷³ <https://www.hedgefundresearch>

су мали у односу на више од 13 билиона \$ нето активе заједничких фондова и 14,4 билиона \$ вредности активе банкарске индустрије у овој земљи.¹⁷⁴

Графикон 32. Актива хец фондова и других учесника на тржишту САД, 2013. бил.\$



Извор: Hedge funds: An Introduction; Understanding a Critical Tool in the Global Economy, Managed Funds Association, 2013

Међународне институције покушавају да регулишу рад хец фондова ради њихових спекулативних активности и могућности изазивања поремећаја. AIFM Директива ЕУ је покушај регулације путем нормирања активности њихових менаџера као главних актера хец индустрије. С друге стране уколико би се функционисање хец фондова у потпуности регулисало, изгубила би се сврха постојања ових високо леверицованих институција.

Поред пренаглашених критика на рачун хец фондова треба истаћи и њихове позитивне стране које се пре свега огледају у њиховом доприносу повећању ликвидности финансијског тржишта. Они су активнији од других инвеститора односно више купују и продају а такође су у могућности да инвестирају у мање ликвидна тржишта и инструменте. Њихове позитивне стране су и допринос унапређењу корпоративног управљања, смањењу нестабилности у већини случајева, смањењу међутржишних и вредносних разлика, снижавању трошкова капитала и омогућавању трансфера ризика.¹⁷⁵ Иако се критике на рачун хец фондова као изазивача криза потенцирају треба истаћи да су хец фондови посртали у многим финансијским кризама, али су увек преживели. Индустрија хец фондова је преживела и последњу економску кризу боље од ривала.

¹⁷⁴ *Hedge funds: An Introduction; Understanding a Critical Tool in the Global Economy, Managed Funds Association, 2013, str. 8*

¹⁷⁵ *Јасмина Живковић, Тенденције на светском тржишту капитала 2006. године, Београдска берза, 2007, Београд, стр 71*

3. ФУНКЦИОНИСАЊЕ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА

Инвестициони фондови имају значајну посредничку улогу на финансијским тржиштима. Продајом својих акција или удела долазе до средстава која даље инвестирају на финансијском тржишту. Њихова права улога је пружање услуге портфолио менаџмента, те је суштина њиховог функционисања избор и куповина добитних ХоВ у име инвеститора. Фонд повлачи средства од мањих инвеститора, емитује им акције а добијена средства инвестира у читав спектар различитих ХоВ. Основна функција инвестиционих фондова је смањење ризика улагања кроз диверсификацију при чему се користе експертска знања менаџера. Улагање се остварује уз ниже трошкове трансакција, прикупљања и обраде информација, јер то ради менаџмент фонда за велики број обједињених инвеститора.¹⁷⁶

Уколико добро послују фондови стичу приход за своје инвеститоре. Постоје два типа дистрибуција фонда: приходне дистрибуције које се састоје од кварталних исплата дивиденди и дистрибуције капиталних добитака који се исплаћују једном годишње. Фондови који у својим портфељима имају већином обвезнице, остварују велики приходни део, док фондови који инвестирају претежно у акције остварују већи капитални добитак. Фонд може бити ослобођен плаћања пореза уколико испуњава постављене услове у погледу диверсификације пласмана и дистрибуције прихода својим акционарима.¹⁷⁷

Управљање средствима инвеститора препушта се стручној екипи менаџера. Да би портфолио менаџери успешно обављали свој посао неопходне су им и економске и финансијске информације. Дневне и периодичне новине које се баве публикавањем информација о тржишним кретањима, стручни часописи, компјутерске базе података, затим тржишни индикатори који дају ценовна кретања акција, берзански индекси усмеравају менаџере да доносе праве одлуке. Једне акције губе на својој вредности друге добијају, те менаџер на бази информација стално врши адаптацију портфолиа измењеним условима.

Управљање портфолиом инвестиционих фондова може бити активно и пасивно. Активни менаџери покушавају да покупе атрактивне акције, обвезнице, да процене право време када да купе а када да продају хартије, користе левериџ и деривате, све у циљу да надмаше тржиште. Њихов циљ је да направе профит и да ураде боље него да су прихватили просечне тржишне приносе. У остваривању ових циљева они стално траже нове

¹⁷⁶ Зоран Јерemiћ, *Финансијска тржишта, Факултет Сингидунум, Београд, стр.139*

¹⁷⁷ *Amiling Frederick, Investments, An Introduction to Analysis and Management, Prentice-Hall International Editions, New York 1989, str232*

информације, врше фунадаменталне анализе и покушавају да претпоставе будуће правце кретања хартија од вредности.

Пасивни менаџери не покушавају да се разликују од тржишта и прихватају просечан тржишни принос. Они улажу у широк спектар хартија, врше широку диверсификацију и врше одабир према историјским статистичким подацима. Они никад не доносе изузетне приносе али ни изузетне губитке. Све је више присталица пасивног управљања који сматрају да је активно управљање скупо и да у кризним ситуацијама носи већи ризик. Према финансијском часопису *Morningstar* у 2008. год. индексни фондови су изгубили 39,1% док су фондови са активним управљањем изгубили 40,5% средстава. Учешће индексних фондова у САД у активи фондова је порасло са 16% у 2002. години на 27% у 2010. У другим земљама повећање њиховог удела је са 6% у 2002. на 13% у 2010. години. Популарност индексних фондова је посебно порасла после кризе 2007-2008. године.¹⁷⁸

3.1. Организација и управљање

Инвестициони фондови имају веома битну улогу у развоју тржишта капитала као и укупног привредног развоја у свим земљама са тржишном привредом. Занемарујући неке мање значајне појавне облике, инвестициони фондови су у принципу акционарска друштва или институције јавно-правног карактера. То практично значи да су оснивачи или привредни субјекти - власници капитала или држава.¹⁷⁹ Најчешће се као оснивачи инвестиционих фондова појављују разне финансијске институције - велике берзанске фирме, осигуравајуће компаније, комерцијалне банке, самосталне инвестиционе компаније итд. Они морају бити потпуно функционално и билансно одвојени јер функционишу на потпуно другачијим принципима од својих оснивача. Такође је и пословање фонда унутар инвестиционе компаније билансно и функционално потпуно одвојено. Једна инвестициона компанија је носилац већег броја инвестиционих фондова.

Инвестициони фондови немају својство правног лица, немају ни капитал па ни захтев за минималним основним капиталом за разлику од инвестиционих компанија односно друштва за управљање овим фондовима. У земљама ЕУ према Директиви UCITS IV, друштва за управљање инвестиционим фондовима морају имати почетни иницијални капитал од 125 000 еура. Уколико имовина фондова којима оно управља надмашује 259

¹⁷⁸ *Martijn Cremers, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos, Laura Starks, The Mutual Fund Industry Worldwide: Explicit and Closet Indexing, Fees and Performance, 2013*

¹⁷⁹ *Живота Ристић, Тржишта капитала, Приватно издање, Београд, 1990, стр. 106*

милиона еура, основни капитал друштва се увећава за 0,02% од износа који прелази ту своту.¹⁸⁰

На челу инвестиционог фонда налази се управни одбор чије чланове бирају акционари. Задатак управног одбора је да управља инвестиционим фондом, надзире над његовим пословањем и да одабере менаџмент компанију која ће управљати портфолиом инвестиционог фонда.

У САД фондови немају своје запослене. Они су тако организовани да све послове обављају спољни сарадници и организације. Пет највећих менаџерских компанија у САД (*Fidelity Investments, Merrill Lynch, Vanguard group, Franklin resources, Dreyfus*) контролишу више од 32% активе свих инвестиционих компанија.¹⁸¹

3.1.1. Структура инвестиционог фонда

Структуру фонда чине управни одбор, менаџмент компаније, саветник, независни повереник, посредник трансфера, главни потписник.

Управни одбор управља фондом. Изабран је од стране акционара фонда. Управни одбор склапа уговор са финансијским саветником и раскида уговор са истим. Управни одбор такође склапа уговор и са менаџмент компанијом и надгледа њен рад. У САД је законом прецизирано да најмање 40% чланова управног одбора не сме бити ни у каквој вези са фирмом која управља фондом, ангажованом берзанском фирмом и другим ангажованим субјектима.

Менаџмент компанија је задужена за управљање портфолиом фонда односно селекцијом хартија од вредности у портфолиу у циљу оптимизације пласмана. Менаџмент провизија је релативно фиксна и рачуна се на укупну активу фонда. Менаџмент провизија се креће од 0,25% до преко 1% од тржишне вредности активе фонда (у САД је обично око 0,50%).¹⁸² Она је нешто виша код фондова отвореног типа због сложенијих послова, као и код фондова који инвестирају у акције. Поред плата, менаџерима фондова се нуде и специјални бонуси и подстицајни планови у случају успешних резултата.

Финансијски саветници играју врло важну улогу и одговорни су за управљање портфолиом, за дистрибутивну и продајну функцију. Они наплаћују од фонда менаџерску провизију која се креће између 0,5 и 1,5% од просечне активе фонда.

¹⁸⁰ Directive 2009/65/EC Of The European Parliament And Of The Council Of 13.07.2009. on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to UCITS, čl.7

¹⁸¹ Fabozzi Frank, Modigliani I Michael G Ferri, *Foundations of Financial Markets and Institutions*, Prentice-Hall International, New York, 1994, str.155

¹⁸² Alexander Gordon and Sharpe William, *Fundamentals of Investments*, Prentice-Hall International, New York, 1989, str.524

Повереник је институција надлежна за чување готовине и хартија од вредности и за вршење исплата и издавање признаница приликом трансакција. Улогу повереника обично има банка.

Посредник трансфера је надлежан за продају и откуп акција, дистрибуцију дивиденди и капиталних добитака, вођења досијеа акционара, дневно рачунање NAV-а. Улогу посредника трансфера има банка или менаџмент компанија.

Потписник има улогу дистрибуције нових емисија акција фонда као и за маркетинг. Он може да акције фонда продаје директно инвеститорима или брокерско дилерским кућама на велико.

Висина трошкова и накнада је различита у различитим земљама. Примећено је да су накнаде веће у земљама у којима је већи удео страних заједничких фондова на тржишту. Накнаде су прилично високе у Пољској, Италији, Шпанији док су у САД пале на најнижи ниво у периоду од више од четврт века. Од 1980. године имале су опадајући тренд и пале су за 60% на бази економије обима и услед великог удела пензионих планова које спонзоришу послодавци а који нису оптерећени.¹⁸³

3.2. Законска регулатива

Иако постоје разне форме инвестиционих фондова неопходно је извршити хармонизацију у њиховом деловању. Циљ је да се заштите инвеститори јер ова врста улагања није осигурана и ризик носе искључиво акционари. Регулациони механизми захтевају од фондова пре свега да информишу своје клијенте о инвестиционим циљевима, ризицима и трошковима.

Инвестициони фондови у САД послују по прописима које регулише Закон о ХоВ из 1933. год., Закон о берзама из 1934 год., Закон о инвестиционим компанијама из 1940. године. Наведени закони су временом допуњавани новим амандманима. Свака инвестициона компанија која има 100 или више акционара мора да буде регистрована код SEC-а. Фондови су обавезни да публикују проспекат као и периодичне извештаје о резултатима свог пословања. Свака емисија ХоВ мора да буде регистрована код SEC-а. Комисија штити инвеститоре осигуравајући им доступност тачним информацијама. Амандманима ICA из 1970.год. значајно је додата правна заштита акционара фондова и појачани основни закони против евентуалних крађа и превара.¹⁸⁴

¹⁸³ *Miguell A.Ferreirra, Sofia Brito Ramos, Mutual Fund Industry, Competition and Concentration: International Evidence, Nova School of Business and Economics, ISCTE School of Business, 2009, str.16*

¹⁸⁴ *John C.Coates, R.Glenn Hubbard, Competition in the Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy, Harvard Law Cshool, Cambridge, 2007, str.9*

Када су у питању затворени инвестициони фондови закон им забрањује рекламирање и додатно емитовање акција. Дозвољено им је веће задуживање кроз емитовање обвезница и преференцијалних акција као и шпекулативнију трговину дериватним ХоВ него што је то случај са отвореним фондовима.

Фондови могу имати посебан порески третман уколико испуњавају постављене услове у погледу диверсификације пласмана и дистрибуције прихода акционарима. Захтева се да минимум 50% активе буде диверсификовано тако да 5% вредности укупне активе фонда може бити инвестирано у ХоВ једног емитента и да фонд не може поседовати више од 10% вредности власничког капитала било ког појединачног емитента. Преосталих 50% вредности активе мора бити инвестирано у ХоВ бар 2 емитента. У погледу дистрибуције прихода фонда акционарима предвиђено је да фонд мора да расподели 97% оствареног прихода од камата и дивиденди, као и 90% нето капиталне добити реализоване у једногодишњем периоду.¹⁸⁵ У пракси највећи број фондова дистрибуира целокупан приход својим акционарима који имају обавезу плаћања пореза по основу оствареног приноса на акције.

Закон забрањује отвореним фондовима емитовање дуговних ХоВ, улазак у трговину на кратко, куповину и продају акција на маргини. Законом је такође регулисана максимална провизија инвестиционих компанија до 8,5%.

Consumer Protection Act(Dodd Frank Act) регулише рад финансијских посредника који се баве управљањем и администрацијом алтернативним инвестиционим фондовима. Он представља регулаторни оквир који осигурава правилан надзор алтернативних инвестиција које представљају систематски ризик.

Када су у питању инвестициони фондови у *Великој Британији*, фондови затвореног типа имају мање ограничења него у САД у погледу диверсификације портфолиа. Већи капитал може бити инвестиран у ХоВ једног емитента а могуће је инвестирати у друге облике активе. Фондови отвореног типа регулисани су озбиљнијим ограничењима у погледу диверсификације пласмана и ограничења у инвестирању у иностранству. Они морају да испуњавају одређене услове да би остварили могућност рекламирања. После регулаторне промене 1997. године Велика Британија је обједињена са САД стандардима. Након дерегулације индустрија британских фондова је отворена за корпорације. Од тада су регулаторна ограничења опуштенија, конкуренција интензивирана а ризик значајно повећан.

¹⁸⁵ *Amiling Fredrick, Investments, An Introduction to Analysis and Management, Prentice-Hall International Editions, New York, 1989, str.232*

Инвестициони фондови у *Француској* постали су значајни финансијски посредници тек са доношењем измена у пореском закону 1978.год. тзв. Моноров Закон, којим је уведено изузеће прихода домаћинстава који инвестирају у француске компаније од пореза. Плафонирање каматних стопа на депозите уведено 1981. год. утицало је на даљи развој инвестиционих фондова. Законом од 1985. и уредбом од 1986. фондовима је дозвољено да користе фјучерсе и опције. Нови закон о инвестиционим фондовима донет је 1988. год. а допуњен 1989. Њиме је уједначен рад и оснивање свих врста фондова, омогућено је затвореним фондовима да се котирају на берзи, фондовима је дозвољено да не дистрибуирају зараде, тако да инвеститори избегавају опорезивање све док не продају акције. Овим је омогућена капитализација прихода од инвестирања. Укинута је ограничење да фондови у портфолиу држе минимално 30% обвезница. Инвестициони фондови су у обавези да држе у својим портфолиима 90% активе којом се регуларно тргује на тржиштима.

Фондови у *Луксембургу* имају највећу активу зато што ова држава има најбољи порески третман добити те привлачи многе инвеститоре из других земаља.

У ЕУ пословање инвестиционих фондова регулисано је одређеним директивама како би се стимулисао њихов рад на целом простору Уније. Рад фондова усклађен је и са принципима Међународне организације комисија за ХоВ (*IOSCO–Internacional Organization of Securities Commissions*). Као одговор на финансијску кризу ЕУ је предузела кораке ка јачој интеграцији унутар економске и монетарне уније. Криза је нагласила значај контроле финансијских токова на глобалном нивоу. Финансијски надзор је заснован на четири нова европска органа: *EBA-European Banking Authority* за банке, *ESMA - European Securities and Markets Authority* за тржиште ХоВ, *EIOPA - European Insurance and Occupational Pensions Authority* за осигурање и пензије, Одбор за европски систематски ризик *ESRB - European Systemic Risk Board* - који треба да допринесе финансијској стабилности као и спречавању или ублажавању систематског ризика.

3.3. Директиве ЕУ о инвестиционим фондовима

Због све већег значаја инвестиционих фондова на светском тржишту неопходно је извршити што већи степен хармонизације. Претеча регулисања пословања инвестиционих фондова су Сједињене Америчке Државе, где је *Investment Company Act* 1940. године поставио основна правила за њихово оснивање и функционисање. У ЕУ је донето неколико кључних директива у којима су садржана правила за формирање и рад инвестиционих

фондова. Та правила постоје као јединствен, ревидирани текст модела инвестиционих фондова доступан на сајту Европске Комисије.¹⁸⁶

За инвестиционе фондове у ЕУ користи се назив *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* – UCITS. UCITS су инвестициони фондови основани у области ЕУ, који послују у складу са затевима UCITS Директива. Директиве дефинишу списак подобних средстава у које UCITS може улагати и намеће услове за диверсификацију и ликвидност портфеља фонда. Принципима IOSCO регулисан је рад инвестиционих фондова. За њих се користи назив колективне инвестиционе шеме (*Collective Investment Schemes*). Овај термин укључује ауторизоване отворене фондове који откупљају своје јединице (*units of share*) на континуираној или периодичној основи. Овај термин који користи IOSCO такође укључује и затворене фондове где се акцијама или јединицама, у делима, тргује на секундарном тржишту.¹⁸⁷

UCITS је скуп директива ЕУ које имају за циљ да омогуће шеме колективног улагања да слободно делују широм ЕУ на основу једне дозволе из једне државе чланице. У пракси многи инвеститори имају наметнуте додатне захтеве који спутавају и успоравају слободан рад фондова. Оригиналана UCITS Директива датира од 1985. а касније је допуњавана. Спроведено је више ревизија Директиве, а најновија UCITS V Директива ступила је на снагу 2013. године.

У области регулисања пословања са ХоВ нема регулаторног тела као што је SEC, нема јединствене комисије ЕУ за послове са ХоВ. Директива Савета 93/22/ЕЕЗ од 10.05.1993. била је кључна Директива која је регулисала финансијско тржиште ЕУ до доношења MIFID Директиве. Ова директива је ревидирана низом директива које су регулисале област пословања са ХоВ. *Markets in Financial Instruments Directive* (MIFID) је објављена априла 2004. и комплетно регулише финансијска тржишта у делу пословања са ХоВ. У наредном периоду имплементирана је у национална законодавства чланица да би почетак њене примене на целом подручју ЕУ започело 01.11.2007. год. MIFID је Директива за тржиште финансијских инструмената и уређује пружање инвестиционих услуга финансијским инструментима од стране банака и инвестиционих фирми као и рад регулисаних тржишта, посебно тржишта капитала. Директива се примењује на инвестиционе фирме и организована тржишта, као и на кредитне институције које имају дозволу за обављање инвестиционих активности.¹⁸⁸

¹⁸⁶ www.ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits/index_en.htm

¹⁸⁷ Зоран Јерemiћ, *Финансијска тржишта*, Универзитет Сингидунум, Београд, 2008, стр.140

¹⁸⁸ *Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004. on markets in financial instruments amending Council DIRECTIVES 85/611/EC and 93/6/EC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC; čl.4*

Циљ Директиве је поједностављење ефикасног функционисања јединственог европског пасоша (*MIFID passport*), креирање јасног регулаторног оквира за извршавање трансакција од стране берзи и других система за трговање и пословање инвестиционих фирми, повећање транспарентности, конкуренције између учесника на тржишту и алтернативних система за трговање. MIFID је релевантна за UCITS утолико што се примењује када инвестициони посредници дистрибуирају UCITS јединице.

Недостаци су уочени у време финансијске кризе те је Европска комисија одлучила да размотри MIFID Директиву и након дужег разматрања и анализа објављен је MIFID II октобра 2011. Директива је донета у циљу побољшања транспарентности и надзора одређених тржишта која су била мање регулисана. Она промовише и контролише пружање прекограничних инвестиционих услуга инвестиционих компанија, омогућавајући им да пруже своје услуге широм ЕУ.

У априлу 2009. Европска комисија је објавила предлог *Directive on Alternative Investment Fund Managers* (AIFM) која је укључивала регулисање индустрије приватног капитала, хец фондова, инфраструктурних и других фондова. Ова директива је била предмет највећих и најригорознијих расправа када су у питању финансијске регулације у ЕУ. AIFMD је усвојена тек у новембру 2010.¹⁸⁹ АИФМД је свеобухватан и сигуран регулаторни оквир који осигурава правилан надзор алтернативних инвестиција које представљају систематски ризик. Строга правила о транспарентности и обелодањивању извештаја, процени ризика и управљању ликвидношћу, употреби леверица, накнадама као и преузимање компанија очекује се да побољшају јавност пословања и заштите инвеститоре. АИФМД захтева да се њихова имовина чува од стране независног депозитара.¹⁹⁰ АИФМД пружа маркетиншки пасош за менаџере алтернативних фондова да спадају у делокруг учесника за колективно улагање у преносиве ХоВ (УЦИТС), као што су хец фондови, приватни фондови и фондови некретнина.

АИФ Директива бр.2011/61/ ЕУ од 08.06.2011. о менаџерима алтернативних фондова поставља правила за рад њихових менаџера. Менаџери морају прибавити одобрење за пословање у скаладу са одредбама Директиве. Минимални капитал за АИФ који управља екстерним фондом износи 125 000 еура, с тим да код имовине под управљањем вреднијом од 250 милиона еура треба додатни капитал од ¼ фиксних годишњих токова и

¹⁸⁹ *Payne Jennifer, Private Equity and its Regulation in Europe, University of Oxford, Legal Research Paper Series, 2011, str.16*

¹⁹⁰ *Vermeulen Erik P.M, Diogo Pereira Dias Nunes, The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds, Topics in Corporate Law & Economics 2012, str.5*

0,2% укупне вредности портфолија који прелази 250 милиона еура а највише до 10 милиона еура. За интерно управни фонд потребан је минималан капитал од 300 000 еура.¹⁹¹

3.3.1. Правила UCITS

Пословање инвестиционих компанија у Европи регулисано је директивом *Directive(85/611/EEC)Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* која је донета 1985.год. Државе чланице су примениле Директиву до 1. октобра 1989. Ова директива је поставила темеље усклађивања прописа и политике држава чланица у области регулисања рада инвестиционих фондова те се често назива *grand-father directive*. Циљ директиве је да успостави усклађен законски оквир и развије интегрисано и конкурентно, јединствено европско тржиште за инвестиционе фондове. Утврђује се прецизан ниво заштите инвеститора преко строгих ограничења улагања као и чување средстава и надзор у фонду. Једном регистрован у једној од земаља ЕУ, UCITS фонд може радити слободно на тржишту широм Европске уније. UCITS су друштва за заједничка улагања у преносиве ХоВ или друга ликвидна финансијска средства. За ове фондове се у ЕУ користи назив *колективне инвестиционе шеме* и укључује ауторизоване отворене фондове који откупљују своје јединице. UCITS фондови могу бити уговорне природе - заједнички фондови (*under law of contract*), могу бити организовани као трустови (*unit trust*), или као друштво за улагање (*investment company*).

Директива UCITS се базира на три основна начела: минимална хармонизација националног законодавства, узајамно признање овлашћења и контрола у матичној држави.¹⁹² Основни захтеви Директиве који представљају и основне елементе UCITS-а су: домицил у држави чланици ЕУ или ЕЕА; јавна понуда; откуп или исплата по нето вредности на захтев имаоца улога; улагање у преносиве ХоВ; пословање по начелу диверзификације ризика; поверена имовина на чување.¹⁹³

Врсте фондова које су биле најпре установљене у оквиру UCITS 1 режима биле су прилично уске обзиром на ограничења у погледу улагања средстава тих фондова. Лимити за улагања били су до 10% код једног емитента, до 5% нето средстава у вредноснице отворених фондова, до 10% у ХоВ које нису на јавном листингу, забрана улагања у племените метале, могућност инвестирања 100% средстава у различите државне или од владе гарантоване ХоВ, могућност искључиво краткорочног задуживања.

¹⁹¹ *Alternative Investment Fund Managers Directive- AIFMD, 2011/61/EU, 08.06.2011., čl.9*

¹⁹² *European Commission: White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds, COM, 2006, str.1*

¹⁹³ *European Commission: Initial Orientations for discussion on possible adjustments to the UCITS Directive, Management company passport, 2007, str.2*

У циљу омогућавања покретљивости фондова унутар ЕУ усвојена је допуна 1988. године која је утрла пут ка увођењу *европског пасоша*. Директивом је дато инвестиционим компанијама, основаним у једној земљи чланици, да послују и у свим осталим земљама на бази нотификације. Уведен је *single licence regim* или јединствени режим лицензирања. Овом Директивом било је дозвољено прекогранично инвестирање једино у ХоВ које су преносиве и лиситиране на берзи, тј. у акције и обвезнице. Пасош вреди у свим државама чланицама.

UCITS Директива о колективним шемама инвестирања у члану 8. и 15. одређује депозитара као институцију којој је поверена на чување имовина фонда те обављање других послова депозитара. Депозитар мора имати регистровано седиште или у истој држави чланици као и друштва за управљање, или мора бити основано у тој држави чланици, ако има регистровано седиште у другој држави чланици. Директива истиче потребну пажњу и одговорност у извршавању налога друштва за управљање.¹⁹⁴

Почетком 1990-их развили су се предлози за измену директиве из 1985. године са циљем да се боље ускладе закони у целој Европи. Овај амбициозан план је касније напуштен јер Савет министара није могао да заузме зајенички став, али су разговори довели до II UCITS Директиве. Директива UCITS II са ознаком 2001/108/ЕЦ о координацији закона, прописа и административних одредби које се односе на улагања UCITS, донета је у новембру 2002. Допуне које су овде учињене односе се на суштину финансијског производа, тј. на карактер и природу средстава која фондови прикупљају од грађана и претварају у ХоВ. ХоВ и њихови деривати се третирају као и свака друга роба, односно производ, те се зато ова директива обично назива *директива која објашњава производ* односно *Product Directive*. Ова директива фондовима дозвољава да улажу новац у шири круг вредносних инструмената и финансијских деривата као инструмената за инвестиције.

UCITS II има за циљ побољшање нивоа заштите потрошача и подизање поверења у финансијске производе увођењем правила услуга, управљања предузећима и увођењем поједностављеног проспекта. Регулише пословање друштва за управљање фондовима, јединствени пасош и надзор над пословањем. Проширен је и домен рада ових компанија и на послове који нису суштински везани за ову делатност, као што су послови портфолио менаџмента за приватне и институционалне инвеститоре, укључујући и послове пензионих фондова.¹⁹⁵

¹⁹⁴ Lener Raffaele, *Corporata Governance Rules for Investment Funds in Italy*, *European Business Organization Law Review*, 2005, str. 272

¹⁹⁵ Зоран Јеремић, *Финансијска тржишта*, Треће издање, Београд, 2009, стр. 214

Након неуспеха II Директиве која никад није прихваћена, донета је III Директива са дугим периодом прилагођавања од 5 година. Акцент ове директиве је јачање слободе пружања услуга, кретање капитала, јединствен пасош за друштва за управљање, концепт поједностављеног проспекта. Слобода пружања услуга представља могућност да страно друштво за управљање пружа услуге на територији друге земље чланице. Слобода кретања капитала подразумева да се удели фондова домицилираних у једној земљи чланице могу нудити и другим земљама чланицама. Према Директиви UCITS III (Директива 2001/107/ЕЦ Европског парламента и Савета) унутар отворених фондова могу се наћи два правна облика фондова: уговорни облик - општи фондови (*common funds*), с једне стране, којима управљају друштва за управљање и који немају правну личност и корпоративни облик и са друге стране друштва за улагање (*investment companies*), са својством правног лица. Институт труста је подоблик уговорног облика који налазимо у Великој Британији и Ирској и представљају фондове заједничког улагања заснованом на концепту обичајног права.

По правилу отворени инвестициони фондови немају својство правног лица већ то имају затворени фондови, који су обично акционарска друштва. Директиве UCITS се не примењују на затворене фондове а својим одредбама позивају државе чланице да забране трансформацију UCITS-а.

Директива 2001/107/ЕЦ Европског парламента и Савета означена је као *Management Directive*. Она даје смернице о координацији закона, прописа и одредби које се односе на колективно улагање у преносиве ХоВ у циљу регулисања управљања и поједностављења проспекта. Ова директива уводи *Европски пасош* за рад у целој ЕУ. Осим фондова, право на европски пасош стичу и компаније за управљање фондовима. Уводи се појам поједностављеног проспекта, који има за циљ обезбеђење доступних и свеобухватних информација у поједностављеном формату. Дозвољено је менаџерима фондова да могу да имају много шири избор средстава у инвестирању и да следе нове врсте инвестиционих стратегија. Подигнута је сума за оснивање инвестиционих фирми на минимални оснивачки улог од 125 000 евра, а обавезни ниво расположивих сопствених средстава морао се држати на најмање 10 милиона евра, уколико су пласмани фонда износили 250 милиона евра и више. Проширен је и домен рада инвестиционих компанија тако да се оне могу бавити и пословима који нису везани само за ову делатност и могу обављати послове портфолио менаџмента за приватне и институционалне инвеститоре, укључујући и пензионе фондове.¹⁹⁶

Због проблема у примени јединственог пасоша и проблема у примени скраћеног проспекта након пуно расправа 13.07.2009. усвојена је IV Директива 2009/65/ЕС а која је

¹⁹⁶ Зоран Јеремић, *Финансијска тржишта, Универзитет Сингидунум, Београд, 2008, стр.142*

ступила на снагу 01.07.2011.¹⁹⁷ Са UCITS IV су уведена даља побољшања у управљању ризиком и повећању транспарентности. Директива интензивира и имплементира концепт јединственог пасоша; замењује концепт поједностављеног проспекта концептом кључних инвеститорских докумената (*key investor documents-KID*); проширује објекте инвестиција, депозите и деривате без лимита; регулише капиталне и кадровске захтеве за фондове, надзор друштва за управљање, процес управљања ризицима; дефинише концепт мастер улагача (*master-feeder*).¹⁹⁸

UCITS IV Директива садржи 6 мера које одређују: оквир за прекограничну интеграцију свих врста UCITS фондова; пун пасош за UCITS Друштво што омогућава да UCITS фонд буде основан у једној држави чланици а Друштво за управљање у другој; стварање прекограничног *мастер-улагача* који ће омогућити федер фондовима да инвестирају 85% њихове активе у други UCITS фонд; замену скраћеног проспекта са *Key Investor Documents - KID*, како би инвеститори донели исправну инвестициону одлуку на бази кључних техничких информација; нову процедуру нотификације за прекогранични маркетинг UCITS у ЕУ у циљу уклањања административних препрека, сувишних трошкова и кашњења у прекограничној дистрибуцији UCITS-а; надзорне мере које су усмерене на побољшање механизма сарадње између националних супервизора и елиминисање међунационалних препрека и кашњења.¹⁹⁹ Улагач (*feeder*) UCITS је фонд или инвестиционо одељење другог фонда које инвестира најмање 85% средстава у инвестиционе јединице другог UCITS-а. Мастер улагач (*master-feeder*) је фонд који није сам Улагач, не држи јединице Улагач-фонда, али који међу својим члановима има Улагач фонда.²⁰⁰ Овим се дефинишу уређења односа фондова при чему Улагач - фонд уложи 85% средстава у куповину јединица мастер фонда и тако постаје његов члан, уз забрану укрштеног власништва односно чланства.

Према UCITS IV друштва за управљање морају имати почетни капитал од 125 000 еура а у случају да је имовина којом фонд управља већа од 250 000 еура основни капитал се увећава за 0,02% од износа који прелази своту. Укупан основни капитал и сопствена средства не смеју бити мањи од 10 милиона еура нити мањи од четвртине фиксних трошкова од претходне године. Друштво за улагање које је уједно и фонд мора имати капитал већи од 300 000 еура.²⁰¹ Директива предвиђа и ограничења улагања у преносиве

¹⁹⁷ *European Commission: Enhancing the framework for investment funds, www.evropa.int.eu*

¹⁹⁸ *Fund – Axis, UCITS IV One Step away- www.funds-axis.com*

¹⁹⁹ *EFAMA/KPMG, Analysis of the Tax Implications of UCITS IV, 2010, STR.8*

²⁰⁰ *Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities, čl.53-58*

²⁰¹ *Directive 2009/65/EC Of The European Parliament And Of The Council Of 13.07.2009.on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to UCITS, čl.7*

ХоВ, новчане инструменте и јединице друге UCITS до 10% имовине фонда. Ризик улагања у преносиве и новчане ХоВ једног емитента ограничено је на 5% имовине, за депозите 20%, за деривате кредитних институција 10% а осталих партнера 5%, за дужничке и новчане ХоВ и акције без права гласа једног емитента до 10%.²⁰²

Финансијска криза је очитала лекцију и иницирала даље реформе у циљу стварања јединствених тржишних услова широм ЕУ чиме би се повећало поверење инвеститора и сачувао интегритет UCITS тржишта широм света.²⁰³ Након дугих консултација комисија је јула 2012. усвојила Директиву UCITS V која обухвата: појашњење депозитних послова; политику награђивања; усклађивање и јачање режима санкција. Комисија је предложила да су само кредитне институције и MIFID инвестиционе фирме које обезбеђују чување и услуге администрације овлашћени да могу деловати као депозитари. Директива прописује обавезе и одговорности које спадају у надлежности *безбедно чување имовине*. Депозитар ће бити одговоран за губитак имовине под-старатеља и ова промена у одговорности депозитара може имати значајан утицај на трошкове ове индустрије.

UCITS V предлаже политику награђивања која се односи на чланове особља чија делатност има значајан утицај на ризик, тзв. виши менаџмент. Директива прописује забрану гарантовано променљиве накнаде осим у изузетним околностима и захтев да најмање 50% накнаде буде у облику јединица UCITS. Знатан део варијабилне компоненте од 40-60% треба бити одгођено током одговарајућег временског периода.²⁰⁴ UCITS V уводи обавезу да укупне накнаде које се плаћају Друштву за управљање од стране UCITS буду објављене у годишњем извештају.

Анализа националних правила о санкцијама за кршење обавеза које спроводи комисија открила је да су прописане различите казне од стране држава чланица за исту категорију повреда. У циљу решавања ове недоследности UCITS V Директива прописује минималну листу административних санкција и мере које се могу применити у случају кршења одређених правила, укључујући и прописана ограничења на казне које могу бити изречене. Државе чланице имају рок од 2 године да пренесу одредбе у национално законодавство. Три године након рока за имплементацију Директиве UCITS V извршиће се економска евалуација и утврдити да ли су нова правила повећала заштиту инвеститора, побољшала транспарентност и да ли је промењено поверење инвеститора. Нова правила би

²⁰² Directive 2009/65/EC Of The European Parliament And Of The Council Of 13.07.2009. on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to UCITS, čl.50

²⁰³ Brian Kelliher, UCITS V Direktive, Dillon Eustace, 2012. str.2

²⁰⁴ Brian Kelliher, UCITS V Direktive, Dillon Eustace, 2012. str.6

могла да ступе на снагу 2015. како би се осигурала максимална усаглашеност између чланица и обезбедила сигурност инвеститора.

3.4. Инвестициони фондови у време светске финансијске кризе

Хипотекарна криза која је иницирана на тржишту САД је најтежа и најдубља криза која је погодила светску економију од другог светског рата. Криза је настала као последица неодговорне пословне политике државних институција за контролу финансијског тржишта. Годинама су изражене слабости у области финансијске контроле и регулативе у САД. Извор слабости потиче од идеје о неограниченој либерализацији финансијских тржишта са минималном регулативом и слабом контролом пословања инвестиционих банака и фондова.

Финансијска криза је започела у САД 09. августа 2007. и брзо се проширила и на остале делове света. У САД је куповина некретнина путем одобравања кредита од стране хипотекарних банака и других кредитних институција на примарном хипотекарном тржишту добро функционисала. Увођење секундарног хипотекарног тржишта и мањих депозитно кредитних институција је постало главни узрочник настанка кризе. Разлике између ова два тржишта су у степену регулације и условима под којима су одобрани хипотекарни кредити.

На новоформираном тржишту и грађани са лошијим стандардом и без сталног запослења су могли да добију хипотекарни кредит од мањих депозитно-кредитних институција. Приликом одобравања кредита ове финансијске институције нису тражиле чврсте гаранције а саме су се финансирале од регуларних пословних банака. У 2007. год. одобрено је око 1,3 милиона хипотекарних кредита што је повећање у односу на 2006. за 75%. У 2008. повећан је број хипотекарних кредита на 2,3 милиона што је повећање за 80% у односу на претходну годину.²⁰⁵ Банке које нису могле директно да дају кредите грађанима са лошим бонитетом откупљивале су хипотекарне кредите од мањих депозитно - кредитних институција, верујући да су кредити добро обезбеђени. Услед јаког тренда раста цена некретнина остваривала се велика зарада у кратком року што је на тржиште некретнина привукло велике банке, инвестиционе фондове, пензионе фондове, хец фондове, осигуравајуће компаније и бројне спекуланте.²⁰⁶

Интересантно је да је одобравање кредита клијентима високог кредитног ризика подржано од стране владе. Као део реформи *NewDeal-a* основано је Федерално национално

²⁰⁵ Bradley J. Bondi, Cadwalader J. Bondi, *Securities Arbitrations Involving Mortgage-Backed Securities and Collateralized Mortgage Obligations: Suitable for Unsubstantiated Claims*, 2009, str. 2

²⁰⁶ Галић Александра, *Хипотекарни кредити: Грамзивост и похлена*, 2008, <http://www.b92.net/biz/fokus/analiza>

хипотекарно удружење *Fannie Mae*, са задатком куповине и секјуритизације хипотекарних кредита. Нешто касније се оснива и компанија *Freddie Mac* а затим и друге приватне компаније што представља почетак рада секундарног тржишта хипотекарних кредита. Под притиском владе смањују се критеријуми по којима се врши откуп хипотекарних кредита од финансијских институција. Повољнији кредити довели су до креирања велике тражње за некретнинама што је утицало на раст цена некретнина за 86% у периоду од 1996-2006. а што је условило појаву шпекулативне трговине.²⁰⁷

Лоши хипотекарни кредити нашли су се на берзанском тржишту захваљујући секјуритизацији. Секјуритизација представља процес креирања ХоВ од актива које нису ХоВ, односно процес трансформације мање ликвидних актива у ХоВ. Удружени хипотекарни кредити служе као основ за емитовање нових ХоВ којима се може трговати секундарно. *Fannie Mae* и *Freddie Mac* су откупљивале хипотекарне кредите које су имале гаранцију америчког трезора и препакивале их у хипотекарне ХоВ ради даље продаје на тржишту. Многи клијенти су куповали некретнине на кредит и у кратком року их продавали јер је њихова цена брзо расла те су тако остваривали добре зараде. Међутим, обзиром да су кредити одобравани клијентима са лошим бонитетом повећавао се број грађана који нису успевали да сервисирају кредите. Банке су активирале хипотеке те су се у њиховом власништву нашле бројне куће које су износиле на тржиште и продавале по ценама у висини неизмиреног дуга према банци. Од 20-25% стамбених кредита је окончано активирањем хипотека у периоду од 2001. до 2007. године.²⁰⁸ Велики број некретнина у понуди смањило је њихову тржишну вредност што је проузроковало велике губитке власницима хипотекарних обвезница. Банке су постајале неликвидне што је довело до домино ефекта и увлачења и других актера на финансијском тржишту у кризу. Пада ликвидност свих учесника на тржишту и неликвидност се шири.

Влада је интервенисала у случају државних агенција *Fannie Mae* и *Freddie Mac* како би их спасила од банкротства јер би се њиховим пропадањем урушио читав банкарски систем САД. Држава их је национализовала јер су имале 5 билиона \$ обавеза у хипотекама.²⁰⁹ Велика инвестициона банка *Lohman Brothers* је након 158 година пословања банкротирала са рекордним дугом од 639 млрд \$, покренувши велику рецесију. Држава није желела да покрије њене губитке и да је спасе од банкротства, међутим, овакав став је допринео убрзању кризе. Зато је валада ускоро променила став и одлучила да спасе

²⁰⁷ Christopher Lewis Peterson, *Fannie Mae, Freddie Mac and the Home Mortgage Foreclosure Crisis*, Loyola University New Orleans Journal of Public Interest Law, 2009, str. 170

²⁰⁸ Галић Александра, *Хипотекарни кредити: Грамзивост и похлена*, 2008, <http://www.b92.net/biz/fokus/analiza>

²⁰⁹ Monica Bilio, Mila Getmansky, Lioriana Pelizzon, *Crises and Hedge Fund Risik*, University of Venice and SSAV, Department of Economics, Isenberg School of Management, University of Massachusetts, 2010, str. 22

следећег посрнулог цина, највећу осигуравајућу кућу AIG, која је осигуравала емитоване хипотекарне обвезнице те ју је национализовала 80%.²¹⁰ Међутим процес се није могао зауставити. Капитал банака у САД, Европи и Азији се топио. У САД је 2009. године пропало 140 а наредне године 157 банака.²¹¹

Почетна фаза кризе је обележена драматичним губицима банкарских акција и заједничких фондова који су улагали у банке. Инвестициони фондови су значајно били изложени секјуратизованим обвезницама. Они су због велике потребе за ликвидношћу стекли велике количине секјуратизованих обвезница, тако да су у периоду од 2004. до 2007. године удвостручили секјуратизоване обвезнице у својим портфељима. Фондови су настојали да избегну велике губитке те су постали узнемирени. Сталном купопродајом услед високе потребе за ликвидношћу значајно су утицали на ширење кризе.²¹²

Вредност акција фондова и банака које су биле највише погођене кризом почео је да опада преносећи тако кризу на берзу, стуб финансијског система САД. Како се криза продубљивала сви значајнији индекси берзи *Nasdaq Composite*, *S&P 500*, *Dow Jones*, почели су да губе вредност. Америчка домаћинства су претрпела пад стамбене имовине од почетка кризе од 13 билиона \$.²¹³ У другој половини 2008. год. банкарски кредити су порасли за 1108 милијарди \$ и страни инвеститори су повећали куповину државних ХоВ САД. Државни трезор је позајмио 2 117 билиона \$ у истом периоду.²¹⁴

Конгрес САД је почетком октобра 2008. усвојио пакет мера којим би се откупили дугови банака. Из одобреног буџетског пакета од 700 милијарди \$ трезор је искористио 250 милијарди \$ за откуп акција комерцијалних банака и постао њихов сувласник. Спашена је инвестициона банка *Bear Sterns* када је *J.P.Morgan* преузео ову банку уз државну финансијску помоћ од 29 милијарди \$. *Merrill Lynch* је спашена преузимањем од стране *Bank of America* за половину стварне вредности. Обезбеђено је 540 милијарди \$ ради пласмана на тржиште новца ради откупа комерцијалних ХоВ компанија.²¹⁵

Глобализација тржишта капитала је утицала да се криза брзо прошири. Прва тржишта која су била на удару су тржишта Европе и Азије због учешћа великог броја инвеститора на тржишту САД. Банкротирале су многе банке у Немачкој, Италији, Француској, Великој Британији и другим земљама. Економска криза је у релативно

²¹⁰ *Monica Bilio, Mila Getmansky, Loriana Pelizzon, Crises and Hedge Fund Risik, University of Venice and SSV, Departman of Economics, Isenberg School of Management, University of Maddachusetts, 2010, str.22*

²¹¹ *Јеремић Зоран, Финансијска тржишта, Универзитет Сингидунум, Београд, 2011 стр.10*

²¹² *Alberto Manconi, Massimo Massa, Ayako Yasuda, The Role of Institutional Investors in Propagating the Crisis of 2007.2008., UC Davis Graduate School of Management Research Paper No.04-10, 2010, str.5*

²¹³ *Investment Company Institute, ICI Fact Book, 2009, str.3*

²¹⁴ *David Nawrocki, Using Flow of Funds to Explain the Financial Markets Crisis, Villanova University, 2010, str.5*

²¹⁵ *Драгутиновић Стефан и други, Светска економска криза и последице по привреду Србије, Факултет за економију, финансије и администрацију, Београд, 2009., стр.20*

кратком року довела до пада берзи, рушећи цене акција многих компанија услед ширења масовне панике инвеститора. Још једном се потврдило да кризе, политичке промене и разна превирања имају велики утицај на понашање учесника на финансијском тржишту.

Примењене су драстичне мере које су имале за циљ спречавање даљег ширења кризе и њено преливање на реалан сектор. Владе земаља Бенелукса одлучиле су да са 11,2 милијарде еура помогну опстанак *Fortisa* у замену за 49% власништва над једном од највећих банака и осигуравајућих друштава у том делу Европе.²¹⁶ Немачка влада је спашавала *Hypo Real Estate Group* пружајући јој помоћ од 50 милијарди еура. Она је одвојила 70 милијарди еура за повећање ликвидности банака и 400 милијарди еура за обезбеђење међубанкарских позајмица. Француска је одвојила 40 милијарди еура за банке и 300 милијарди еура за обезбеђење међубанкарских зајмова. Велика Британија је дала помоћ од 20 милијарди фунти *Royal Bank of Scotland* а за *Lloyds* и *HBOS* 17 милијарди фунти и преузела је контролу над хипотекарном банком *Bradford and Bingley*. Шпанија је донела пакет мера од 30 милијарди еура ради откупа лоше банкарске активе и повећање њихове ликвидности. Исланд је као земља највише погођена овом кризом, национализовала читав свој банкарски сектор.²¹⁷

Ефекти финансијске кризе прелили су се на реалан сектор кроз мањак капитала. Привреда САД улази у фазу успоравања привредног раста а у 2008. год. званично улази у рецесију. У два узастопна квартала забележен је реалан пад привредне активности, у трећем кварталу 2008. пад од 0,5% и у четвртом кварталу исте године пад од 6,2%. У земљама ЕУ такође је дошло до пада привредне активности али ЕУ није ушла у рецесију. Током четвртог квартала 2008. забележен је реалан пад привредне активности од 1,2%.²¹⁸

Криза се ускоро пренела и на земље ван Европске уније. Мање развијене земље нису директно биле погођене кризом али због повезаности финансијских институција убрзо су се суочиле са потешкоћама услед индиректних утицаја кризе. Ефекти кризе су се осетили у овим земљама кроз пад ликвидности, отежану реформу финансијских институција и успоравање привредних активности. Знатно су смањене директне стране инвестиције, кредити и донације из развијених земаља.

Потражња инвеститора за улагања у фондове је знатно успорена. Светски фондови су имали у 2008. прилив средстава од 274 милијарди еура што је велико смањење у односу на 2007. када су имали нето прилив од 1 532 милијарде \$. Фондови су смањили своју

²¹⁶ Драгутиновић Стефан и други, *Светска економска криза и последице по привреду Србије*, Факултет за економију, финансије и администрацију, Београд, 2009., стр.22

²¹⁷ *The financial Crisis in Europe*, Stock Analyst, Stratfor, 2008

²¹⁸ *The financial Crisis in Europe*, Stock Analyst, Stratfor, 2008

активу у 2008. години за 7,2 билиона \$, односно на 18,9 билиона \$.²¹⁹ Међународни индекс акција је пао за 44% а на тржиштима у развоју за 53%.²²⁰

Значајан губитак акција у другој половини 2007. и првој половини 2008. на америчком тржишту од -27,4% и -32,5% респективно је као последицу имало негативан шок на *equity* фондове. Узнемирени *equity* фондови су спроводили убрзану продају акција те су имали важну улогу у преношењу и продубљивању кризе. У почетној фази кризе дошло је до драматичног губитка банкарских акција и губитака инвестиционих фондова који су у њих улагали.²²¹ Инвеститори су повукли из дугорочних фондова 226 милијарди \$, док истовремено расте потражња за фондовима тржишта новца чије је учешће у укупним заједничким фондовима порасло на 40%.²²²

На крају 2008. инвестициони фондови у САД су управљали имовином од 10,3 билиона \$ за 93 милиона америчких инвеститора. Имовина свих америчких фондова је пала у односу на 2007. год. за преко 20%. Главни индекс цена акција је пао за 37% током године. Акцијски фондови су имали нето одлив од 234 милијарди \$.²²³ Пад актива затворених фондова настао је због великог губитка вредности на међународном тржишту капитала. Портфолио затворених фондова у САД је смањен за 40%.²²⁴

Година 2008. је била изузетно тешка за европску индустрију инвестиционих фондова. Укупна актива свих фондова у Европи је пала за 22,8%. UCITS фондови су имали нето одлив од 344 милијарди еура. Скоро 40% од укупног одлива збио се у октобру 2008. год. када је криза изазвала тоталан колапс. Вредност фондова у релацији са БДП је пала за земље ЕУ-15 са 66% у 2007. на 51% у 2008.²²⁵

Вредност UCITS фондова ја пала на 4 557 милијарди еура на крају 2008. односно за 26% у односу на 2007. годину. Највећи је пад забележен код акцијских фондова, за 47% што уједно представља 84% укупног губитка фондова на тржишту. Фондови обвезница су имали пад од 24%, балансирани 29% док су једино новчани фондови имали повећање вредности од 13%. Вредност non-UCITS фондова је пала за 11,5% бележећи вредност од 1 553 милијарди еура на крају 2008. године са 1749 на крају 2007.²²⁶

Земље са највећом активом инвестиционих фондова су имале и највећи пад њихових вредности у еурима. Активе non-UCITS и UCITS фондова су смањене у Луксембургу за -

²¹⁹ *Investment Company Institute, ICI Fact Book, 2009, str.8*

²²⁰ *Investment Company Institute, ICI Fact Book, 2009, str.28,169*

²²¹ *Harald Ham, Sandy Lai, The Role of Equity Funds in the Financial Crisis Propagation, Universiti of Geneva and Swiss Finance Institute, 2012, str.6*

²²² *Investment Company Institute, ICI Fact Book, 2009, str.21*

²²³ *Investment Company Institute, ICI Fact Book, 2009, str.9*

²²⁴ *Investment Company Institute, ICI Fact Book, 2009, str.52*

²²⁵ *EFAMA Annual Report, cmp.51*

²²⁶ *EFAMA Annual Report, cmp.52,57*

24,3%, Француској -14,2%, Немачкој -12,5%, Ирској -19,7%, Великој Британији -39%.²²⁷ Земље ЦИЕ су имале драстично смањење вредности актива non-UCITS и UCITS фондова. Тако су фондови у Бугарској имали пад вредности од чак -62,4%, Словеначки -54,9%, Пољски -53,5%, Румунски -51,6%, Чешки -30,5%, Мађарски -24,8%, Словачки -17,4%. Међутим актива њихових фондова чини мање од 1% активе европских фондова те је њихов утицај врло слаб на општа кретања фондова.²²⁸

Хец фондови су изгубили 350 милијарди \$ на глобалном нивоу у 2008. Највише су изгубили хец фондови који улажу у Северној Америци, око 183 милијарде \$. Индустрија хец фондова је смањена за око петину, на 1,5 билиона на крају године.²²⁹ Током периода 2007-2008. њихово пословање је праћено повлачењем инвеститора и притиском од стране кредитора те су принудно смањили задужење. Они су продали 29% свог портфолиа под притиском инвеститора који су повлачили средства 3 пута интензивније од инвеститора у заједничким фондовима.²³⁰ Подаци компаније *Hedge Funds Research* показали су да су инвеститори који улажу у хец фондове оријентисане на тржишта у развоју изгубили 37 % својих средстава и повукли 6,7 милијарди \$ у последњем кварталу 2008. Укупна вредност свих хец фондова у свету опала је за 20%, при чему су просечни губици били око 19%. Хец фондови који су оријентисани искључиво на регион Блиског Истока и Африке смањили су своје активе за око 43%, они који су инвестирали у Латинску Америку изгубили су око 29% својих актива, у Русији су изгубили 57% својих актива а они који инвестирају у азијске земље у развоју изгубили су 34% актива.²³¹

Први корак у одбрани од кризних ситуација је изградња адекватних финансијских институција, ефикасног тржишта и тржишне дисциплине. Крајем 2008. год. гостујући у Србији *Stiglitz* је објавио крај неолибералне економије и тржишног фундаментализма. Он је рекао: »То би требало да буде крај идеје да дерегулација и либерализација воде економској ефикасности. Одговорност за кризу је у првој мери на финансијском сектору, на банкама и хипотекарним повериоцима, потом следе регулатори, јер нису зауставили похлепу и најзад саучесници – рејтинг агенције. Неолиберално тржиште није било слободно, већ корпоративна социјална помоћ, која је брањена језиком економије слободног тржишта.»

²²⁷ *EFAMA Annual Report, cmp.57*

²²⁸ *EFAMA Annual Report, cmp.57*

²²⁹ *Bloomberg.com*

²³⁰ *Itzhak Ben David, Francesco Franzoni, Rabih Moussawi, Hedge Fund Stock Trading in the Financial Crisis of 2007-2009, Fisher College of Business Working Paper Series, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics, str. 2*

²³¹ <https://www.hedgefundresearch>

3.4.1. Неопходност ефикаснијег регулисања рада инвестиционих фондова

Приликом придруживања појединих земаља ЕУ са њима се закључују споразуми чиме је предвиђена хармонизација националног законодавства у областима права оснивања предузећа, слободе пружања услуга и прекограничних услуга, слободе кретања капитала, уређење тржишта капитала и ХоВ и слободе пружања финансијских услуга. Ограничења наведених слобода могу се сврстати у следеће облике: разлике у пореском третману на основу припадности или места инвестиције, превентивне законске мере за спречавање кршења националних закона или прописа, мере успостављања поступка за пријаву капиталних кретања у административне или статистичке сврхе, мере заштите јавне политике или јавне безбедности, ограничења права пословног настанка.²³²

Циљ европског права је омогућити такву регулацију која ће поспешити интеграцију европског тржишта капитала. UCITS обухвата јединствену листу надзорних дужности и обавеза како би се осигурала максимална усаглашеност између свих чланица на територији ЕУ. Законодавац се фокусирао на уклањање препрека за прекогранично пружање услуга фондова. Још увек постоје разлике у прописима између држава и то углавном у погледу тумачења и примене UCITS прописа.

Према UCITS све земље ЕУ су у обавези да дозволе прекограничне интеграције са правног и регулаторног аспекта и да обезбеде пореску неутралност широм Европе. Док неке земље дозвољавају пореску неутралност за домаће интеграције, већина наметне порез на прекограничне и иностране интеграције. Такође се поставља питање да ли се дефинише као место боравка земља у којој је основан фонд или земља у којој је успостављено његово друштво за управљање. Промена локације фонда може да доведе до двоструког опорезивања. Одвајање друштва за управљање и фонда може довести до двоструког опорезивања или двоструке олакшице на нивоу фонда. Слобода оснивања и кретања капитала прокламоване Уговором ЕУ јесу базичне претпоставке дозволе прекограничних спајања, припајања и преузимања у оквиру ЕУ. Неопходно је обезбедити да све врсте UCITS-а буду признате од сваке државе чланице. У случају спајања не треба да буде додатних трошкова и трошкова реструктурирања. Трошкови пореза који се јављају приликом спајања фондова у супротности су са Директивом UCITS IV.

Упркос напорима да се изврши хармонизација распони у опорезивању остају на снази. Интеграција UCITS-а се сусреће са многим законским и административним потешкоћама. Пореско законодавство делује као препрека за ефикасно имплементирање

²³² Jean-Yves P. Steyt: *Comparative Foreign Investment Law: Determinants of the Legal Framework and the Level of Openness and Attractiveness of Host Economies*, Cornell Law School LL.M Papers Series, 2006, str. 54

Директиве UCITS IV. Опорезивање остаје једна од кључних баријера прекограничног функционисања фондова. Треба пуно урадити да се добије транспарентност по овом питању. Уколико се порески проблеми не реше бенефити од UCITS IV вероватно неће бити реализовани.²³³

Према судској пракси Европског суда правде, порески прописи се могу сматрати дискриминаторним ако постоји разлика у третману између чисто домаћих и прекограничних интеграција. Све државе чланице су у обавези да измене своје законе и обезбеде пореску неутралност за све врсте интеграција и реорганизација фондова. У супротном би Комисија ЕУ могла да покрене прекршајни поступак. Дискриминаторска пореска решења која произилазе из националних пореских законодавстава у супротности су са законом заједнице. Пореска неутралност мора бити обезбеђена широм Европе. Може се закључити да се овај циљ може остварити усвајањем посебне Директиве ЕУ о пореској неутралности приликом реорганизације и интеграције фондова. Такође треба елиминисати и двоструко опорезивање.

Посебан проблем представља промена седишта компаније из једне земље у другу у оквиру ЕУ. Наиме, поставља се питање да ли је могуће прекогранично пресељење компаније без њеног гашења и поновног оснивања према законодавству обе државе. Промена боравка фонда може довести поред новог опорезивања на нивоу фонда и до опорезивања прихода и добити, пореза по одбитку као и двоструког опорезивања. Такође трансформација UCITS-а у *feeder* фонд или *мастер* фонд може у неким земљама да изазове опорезивање. Порез на капиталну добит и порез по одбитку на трансакције између *мастера* и *улагача* могу бити препрека ако менаџер фонда жели да успостави *мастер* фонд у земљи која намеће такве порезе. У интересу је државе да елиминише такве порезе како би привукла капитал и бизнис. Концепт европског пасоша би морао да укључи ову могућност јер већина чланица и даље то не дозвољава.

Одређени проблеми се јављају и приликом оснивања разних огранака и продужница финансијских организација у другим земљама чланицама. Разлике у рачуноводству, разлике у финансијским прописима представљају препреке у надзору над оваквим организацијама и могу да доведу до заобилажења законских обавеза које се иначе намећу домаћим финансијским организацијама.

Такође и у коришћењу европских пасоша је дошло до извесних проблема. Пасоши су осмишљени тако да кад компанија једном добије дозволу за обављање делатности у својој домицилној држави она ту дозволу може да користи у свим земљама чланицама ЕУ.

²³³EFAMA/KPMG, *Analysis of the Tax Implications of UCITS IV, 2010, cmp. 49*

Међутим у реализацији концепта европског пасоша јавили су се бројни проблеми око предвиђеног поступка нотификације код чланице приматеља као и због повећаних трошкова. У пракси се то претворило у још једно издавање дозволе. Већина регулаторних тела у појединим земљама је тражила преводе свих докумената и вршила њихову детаљну проверу. Пасоши се издају и за инвестициони фонд и за друштво за управљање. То омогућава да одређеним фондом може да управља друштво из друге земље чланице или да одређено друштво може да оснује фонд у другој земљи чланици. Само су две државе чланице приликом имплементације Директива омогућиле да домаћи фондови изаберу страну друштво за управљање, Велика Британија и Италија.

Директивом UCITS V предвиђено је смањивање зарада менаџера фондова. Предложено је да половина њиховог варијабилног дела зараде буде исплаћена у активи UCITS. Такође и у случају да менаџери остваре губитке имаће смањену накнаду у наредном периоду. ESMA је предложила да менаџери хец фондова буду плаћени тако да променљиви део њихове накнаде буде плаћен између 40% и 60% у наредних 3-5 година. Знатан део њихове променљиве накнаде мора бити исплаћен у акцијама фонда како би ускладили интересе менаџера и инвеститора. Ограничења бонуса би могла штетно да утичу на рад UCITS фондова јер би обесхрабрила и демотивисала менаџере.

Регулатори у ЕУ и у САД су мишљења да фондови тржишта новца у свом садашњем облику представљају систематске ризике. Европска комисија је предложила нацрт уредбе за ове фондове која ће успоставити *капиталне резерве* од 3% њихове вредности. Такође су предвиђена правила за управљањем ликвидношћу укључујући уредбе које захтевају да фонд поседује најмање 10% имовине инструмената у портфолију која доспева у року од једног дана и 20% која доспева у року од 7 дана.²³⁴

Финансијска криза и забринутост о потреби заштите инвеститора довела је до даљих планова за измену Директива UCITS. Чак и пре усвајања Директиве UCITS V комисија је покренула консултације у вези нове UCITS Директиве везано за правила која се примењују на UCITS производе, управљање готовином, депозитаре, тржиште новца и дугорочне инвестиције. Разматрана је употреба деривата, технике ефикасног портфолио менаџмента, управљање готовином, депозитних пасоша, дугорочних улагања. Анализа ових резултата треба да доведе до израде Директиве UCITS VI која тек треба да се дефинише. Даће се приоритет дугорочним инвестицијама и тржишту новца. Тренутно законодавство ЕУ за инвестиционе фондове је основа за интегрисано тржиште али још може да се ојача оквир за колективно инвестирање.

²³⁴ Linda Rittenhouse, *Five Years after the Crisis: Money Market Fund Regulation in Spotlight, Market Integrity Insights*, 2013

4. ЗНАЧАЈ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА

У протекле три деценије дошло је до развоја тржишта ХоВ у најразвијенијим земљама света. Перманентно је расло учешће ХоВ у односу на депозите и кредите банака. Финансијске иновације на берзама потиснуле су традиционалне и класичне финансијске инструменте. Земље са развијеним финансијским тржиштем обогатиле су своју финансијску структуру институционалним инвеститорима, ефикаснијим и флексибилнијим институцијама од конзервативних и споро прилагодљивих банкарских организација. Раст институционалних инвеститора подстакао је раст тржишта капитала и ХоВ. У складу са тим виши ниво учешћа финансијске активне институционалних инвеститора одговара вишем нивоу финансијског развоја.

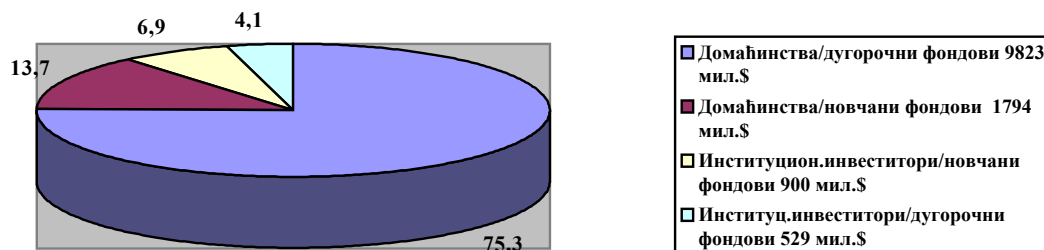
Снажан раст капитала инвестиционих фондова у појединим високоразвијеним земљама довео је ове институције у сам врх институционалног инвестирања на финансијском тржишту. Инвестициони фондови су у последњих неколико деценија постали најзначајни финансијски трансактори у већини земаља са развијеним финансијским тржиштем. Ликвидност, дисперзија ризика и већи профит су основне карактеристике које их чине атрактивнијим од штедно кредитних институција. Фондови се сматрају најзначајнијим видом прикупљања уситњене и дисперзоване штедње становништва и њене алокације у профитабилна предузећа која су носиоци привредног развоја. Њихов значај се огледа у :

- Порасту штедње и њеном усмеравању, преко предузећа, у привредни развој;
- Јачању конкуренције у финансијском посредовању;
- Продубљивању и развоју тржишта капитала;
- Убрзању процеса приватизације у транзиционим земљама.

Инвестициони фондови су својеврстан феномен модерних финансија у експанзији који омогућава укључивање индивидуалних и малих инвеститора у токове модерних финансија. Најшири слојеви становништва добијају могућност остваривања бенефиција од врхунског финансијског менаџмента. Користећи бројне информације које су појединцу обично недоступне и све више примењујући математичке моделе, фондови данас представљају инвеститоре без премца. Они генеришу домаћу штедњу грађана пружајући им веће стопе приноса од банака као и већу сигурност и ликвидност. Крајем 2012. год. домаћинства у САД су учествовала у активи заједничких фондова са 89% док финансијске

институције, нефинансијске и непрофитне организације и други институционални инвеститори учествовали са само 11%.²³⁵

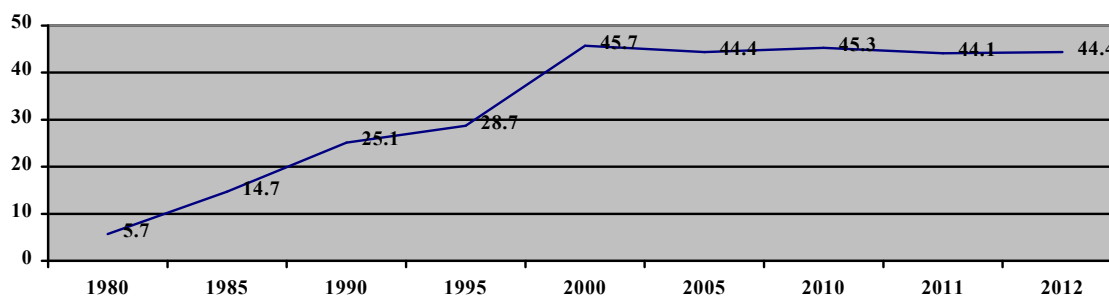
Графикон 33. Структура власништва заједничких фондова у САД (%), 2012.



Investment Company Institute, 2013 ICI Fact Book

Прилив капитала у систем фондова био је повезан са одговарајућим одливом депзита из депозитних институција. У послератном периоду у САД растући је тренд алокације штедње становништва на рачуне инвестиционих фондова и приватних пензиони фондова. Слична је ситуација и у Великој Британији, Канади, Аустралији и Јапану. У осталим развијеним западноевропским земљама банкарски сектор је задржао доминантну позицију у финансијској штедњи становништва. У Француској, Немачкој и Италији учешће фондова у структури финансијских улагања домаћинстава тежи да се приближи оном у англосаксонским земљама јер се ради о земљама са развијеном привредном структуром и тржиштем ХоВ. У САД 53,8 милиона домаћинстава или 44% свих домаћинстава има удео у заједничким фондовима. Они штеде за пензију, за образовање или за случај евентуалних потешкоћа.²³⁶

Графикон 34. Америчка домаћинстава која штеде преко фондова (%)



Извор: Investment Company Institute, 2013 ICI Fact Book

²³⁵ *Investment Company Institute, 2013 ICI Fact Book, cmp.105*

²³⁶ *Investment Company Institute, 2013 ICI Fact Book, cmp.106*

Значај инвестиционих фондова у транзиционим привредама сразмеран је заступљености ваучерске приватизације у приватизационом процесу. Међутим, како ни једна земља није применила искључиво један метод приватизације то су фондови ипак били незаобилазни учесници у транзиционим процесима. У процесу ваучерске приватизације извршена је дисперзија власништва што је представљало проблем у вршењу функција управљања и контроле. Креирање финансијских интермедијатора у виду приватизационих фондова имало је за циљ концентрацију власништва у бившим државним и друштвеним предузећима. Иако у већини транзиционих привреда они нису остварили очекивану улогу у погледу реструктурирања предузећа они су свакако довели до побољшања у њиховој организацији и пословању. Упркос свим пропустима они су допринели побољшању корпоративног управљања и посредно јер су формирали свест о томе да само акције успешних предузећа, којима се добро управља могу имати раст цена. Мада коначни резултати фондова нису импресивни њихова улога је неизбежна и од пресудног утицаја на успех и брзину приватизације.

Поред тога они су значајни јер су извршили позитиван утицај на развој финансијских тржишта земаља у транзицији. Захваљујући њима је спозната идеја о инвестирању међу становништвом и дата је могућност да свако може да инвестира преко професионалних менаџера а да при том сам не поседује адекватна знања.

Поред ПИФ-ова који су имали важну улогу у ваучерској приватизацији, многи страни приватни фондови су учествовали у процесу приватизације. Ови фондови су кроз куповину предузећа, убрзали процес приватизације, успоставили дисциплину и ефикасност у приватизованим предузећима и подigli њихове перформансе на виши ниво. Целокупна брзорастућа тржишта имају многе економске бенефиције од пословања приватних инвестиционих фондова на својим територијама.

4.1. Ефикасност инвестиционих фондова

У свету су се инвестициони фондови показали као најефикаснији начин прикупљања слободних новчаних средстава и њиховог усмеравања ка субјектима којима је потребан. Циљ фондова је да акционарима обезбеде дивиденде, да повећају вредност капитала и да минимизирају евентуални ризик. Добит коју остварују инвестициони фондови је већа од камате на штедне улоге код банака. Док је она у развијеним земљама са стабилним тржишним и економским условима изнад 10%, у земљама у транзицији је тај проценат знатно већи. Улагање у инвестиционе фондове у периоду транзиције у Словенији доносило је годишњу зараду од 20%, у Мађарској 32% а у Чешкој чак 44%.

Приноси инвестиционих фондова могу бити далеко већи од камате на орочене штедње. Тако су у периоду 1977-1990. инвеститори у *Fidelity Magellan Fund* увећали своју почетну инвестицију за 2510%. У истом периоду инвеститори у Соршев фонд *Dow Jones Industrial Average* увећали су своју почетну инвестицију за 451%. *Quantum Fund* својим инвеститорима доноси просечан годишњи принос од 35%. Ипак мора се рећи да сви фондови не послују тако добро. Неки фондови не успевају да достигну ни перформансе S&P 500 а многи и губе.²³⁷ Према часопису *Morningstar* фондови са најбољим перформансама и највећом стопом повраћаја у 2012. су били фондови *Colonial FirstChoice Investment - Acadian Geared Global Efuity* са годишњом стопом повраћаја 70,94%, *BlackRock W Global Small Capital* са годишњом стопом повраћаја 65,55% и *Platinum Japan* са годишњом стопом повраћаја 62,40%.²³⁸

У свету је у току двадесетогодишњи тренд експанзије фондова. Они преузимају тржишта банака јер обезбеђују релативно високе приносе, низак ниво ризика и високу ликвидност. Диверсификацијом ХоВ се знатно смањује ризик јер се губитак на одређеном броју хартија компензује добитком на преосталим хартијама у портфолиу. Професионални менаџмент стручно управља портфолиом уз релативно ниску надокнаду. Инвеститор добија поред јефтине услуге компетентног управљања његовим средствима и ниске трошкове услуга књиговодства, чувања ХоВ, трансакционих трошкова. Ако се томе дода и могућност различитих плаћања и програмиране штедње које нуде неки фондови јасно је зашто њихова популарност стално расте.

Инвестициони фондови су постали средство дугорочне штедње без премца. Континуирано преузимају тржиште других финансијских институција, пре свега банака, у домену орочене штедње као и пензионих фондова ради оснивања индивидуалних пензионих рачуна и осигуравајућих кућа у погледу животног осигурања. Они су средство индивидуалне штедње ради стварања извора основног или допунског пензионог прихода, извора потребног за подмиривање трошкова школовања деце, основног или допунског износа за подмиривање трошкова здравствене заштите, куповине станова или кућа и за друге намене. Од укупне штедње домаћинстава у САД која се инвестира у фондове а која износи 11 617 милијарди \$ на крају 2012. године, преко 46% штедње чине *IRA* и *DC* планови за пензионисање.²³⁹

Разлози експанзије инвестиционих фондова су и разне иновације које се нуде акционарима чиме се повећава ефикасност фондова. Једна од иновација је и појава тзв.

²³⁷ Живковић Бошко, Шошкић Дејан, *Финансијска тржишта и институције, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, 2007, стр.455*

²³⁸ www.morningstar.co.au

²³⁹ *Investment Company Institute, 2013 ICI Fact Book, стр.132*

кишобрана фондова (*umbrella funds*), односно асоцијације фондова у фамилије фондова. Инвеститорима је омогућено да са својим средствима прелазе из једног у други фонд у оквиру фамилије без додатних трошкова. Инвеститори остварују потпунију диверсификацију ризика улагања, односно постижу оптималнији однос ризика и приноса на улагања, него што би могли улагањем у само један фонд.²⁴⁰ Порасту популарности инвестиционих фондова допринео је и развој интернета, јер је то омогућило отварање рачуна у фондовима, уплате на те рачуне и друге трансакције слањем *e-mail* порука. Некадашњи инвестициони фондови мало личе на данашње фондове који су постали модерне финансијске институције које обављају широк спектар финансијских послова.

Када говоримо о ефикасности рада приватизационих фондова у земљама у транзицији сагледавамо њихову главну улогу у процесу масовне ваучерске приватизације, а то је побољшање корпоративног управљања и подизање перформанси приватизованих предузећа. Искуства су показала да су различити резултати постигнути у разним транзиционим земљама али свакако не онакви какви су се очекивали. Међутим у готово свим земљама фондови су имали бројна ограничења која су их спутавала у раду, почев од максималних 10% од укупне активе колико су могли да уложе у акције једног издаваоца што је онемогућавало концентрацију власништва. Они су се сусретали и са низом других проблема, неликвидношћу, старим дуговима предузећа, старом и дотрајалом опремом у предузећима. Фондови нису могли узимати кредите а тражња за акцијама из њиховог портфолија је била слаба. Немогућност вршења концентрације власништва у предузећима те мања могућност утицаја на корпоративно управљање утицала је на немогућност исплате дивиденди власницима инвестиционих јединица што је довело до разочарења у ове институције. Тек у дужем периоду пословања су успевали да изврше побољшање корпоративног управљања, подигну перформансе предузећа и обезбеде дивиденде.

Ипак, приватизација је спроведена, брже или спорије, у свим земљама у којима је започела а на финансијским тржиштима транзиционих земаља уведени су нови институционални инвеститори. Приватизациони инвестициони фондови су увели базичне концепте пословања инвестиционих фондова и увели широке слојеве становништва у свет инвестирања.

4.1.1. Диверсификација портфолиа

Портфолио представља скуп различитих ХоВ. За инвеститора је најважније да портфолио буде ефикасан, тј да инвеститору доноси најбољи принос за дати ризик. Принос

²⁴⁰ Бранко Васиљевић, *Основи финансијског тржишта, Завет, Београд, 2002, стр.119*

је условљен ризиком који се преузима улагањем у поједини тип финансијског инструмента. Структура приноса одговара хијерархији ризика: краткорочне државне обвезнице имају нижи принос, док акције, чијом куповином инвеститор стиче директан удео у ризику предузећа, показују највиши принос.²⁴¹

Да би се инвеститор определио између бројних могућности инвестирања мора јасно да дефинише своје инвестиционе циљеве. Инвеститор који се плаши ризика, чији је главни циљ сигурност пласмана, свој циљ остварује инвестирањем у портфолио на тржишту новчаних средстава или државних обвезница. Он не може очекивати да оствари већи принос. Већа ликвидност неке ХоВ подразумева нижу стопу приноса и обрнуто. Већи ризик неке ХоВ носи могућност остварења већег приноса и обрнуто. Треба утврдити прихватљив ризик за дати ниво приноса.²⁴²

Диверсификација је комбиновање две или више ХоВ чији се приноси крећу у различитим смеровима. Ризик портфолиа је мањи од ризика сваке ХоВ узете појединачно. Стопа приноса на портфолио је просто просечни принос индивидуалних акција у портфолиу. Односно, стопа приноса портфолиа је пондерисана средина стопа приноса ХоВ које чине портфолио. Број ХоВ које чине портфолио је неограничен.

Ризик портфолиа се смањује са повећањем броја различитих ХоВ. Овај ризик који се смањује диверсификацијом назива се несистематски ризик. Међутим допринос нових ХоВ смањењу ризика преко одређене границе се смањује. Са порастом диверсификације ризик портфолиа опада и приближава се ризику тржишта. Граница смањењу ризика је ниво тржишног или систематског ризика али ризик тржишта у целини остаје. Отуда правило: ризик потпуно диверсификованог портфолиа зависи од тржишног ризика. Дакле, разликујемо: несистематски или микроекономски ризик, специфичан за предузећа и систематски ризик, тржишни или макроекономски ризик, те је укупан ризик једнак збиру систематског ризика и несистематског ризика. У добро диверсификованом портфолиу нестаје несистематски и преостаје систематски ризик.

Проста диверсификација подразумева случајан избор различитих ХоВ. Под претераном диверсификацијом се подразумева укључивање великог броја различитих ХоВ у портфолиу што значајно не доприноси већем приносу. Улагањем у 15 различитих врста ХоВ елиминише се несистематски ризик тако да је даља диверсификација сувишна и она доводи само до непотребног повећања трошкова.

Сви инвестициони фондови, према Међународном закону о приходима, морају имати 50% власништва које је диверсификовано на исти начин. При томе,

²⁴¹ Бранко Васиљевић, *Основи финансијског тржишта, Завет, Београд, 2002. стр 58*

²⁴² Bernard J. Foley, *Trziste kapitala, Mate, Zagreb, 1998, str. 194*

диверсификовани фондови морају диверсификовати више од 50% свог власништва зависно од законодавства појединачне државе. У САД је одређено да диверсификовани фонд мора инвестирати најмање 75% власништва у диверсификованом облику. У исто време унутар тих 75%, хартија неког појединачног издаваоца не може прећи 5% од укупног власништва у портфолиу. Поред тога фонд не може имати власништво над више од 10% акција с правом гласа било ког издаваоца. Фондови који не испуњавају наведене критеријуме спадају у недиверсификоване фондове.²⁴³

Диверсификација се може посматрати не само у материјалном, већ и у временском, вредоносном и територијалном смислу. Материјална диверсификација подразумева разноврсност инвестирања у различите хартије. Временска обухвата диверсификовање у двоструком смислу. С једне стране она подразумева различито време држања у портфолиу разних ХоВ. С друге стране, временско диверсификовање се поима и као инвестирање одређеног износа на дужи временски рок, у току којег ће професионални инвеститори искористити сваку прилику да купе различите врсте квалитетних ХоВ у периодима пада њихових цена на тржишту.²⁴⁴

Диверсификовање у територијалном смислу подразумева инвестирање у иностране ХоВ. Међународна диверсификација пружа додатне могућности јер је привредни развој земаља у различитим периодима у експанзији односно у стагнацији. Инвестирањем на инострану финансијска тржишта остварује се смањење ризика портфолиа испод нивоа тржишног ризика националне економије. Ипак, међународно инвестирање носи валутни ризик као и политички ризик.

Ризик портфолиа финансијских инструмената мери се варијансом или стандардном девијацијом портфолиа. Да би се израчунала варијанса портфолиа потребно је не само познавати варијансу сваког од финансијских инструмената који чине портфолиу, него и узајамни однос очекиваног приноса сваког инструмента, односно коваријансу или коефицијент корелације између њих. Коефицијент корелације неопходно је израчунати због тога што кретање приноса финансијских инструмената није перфектно корелирано. Ако се приноси финансијских инструмената у портфолиу крећу потпуно сагласно, онда је коефицијент корелације = + 1. Ако се крећу сагласно, али у супротном смеру, овај

²⁴³ Наташа Цветковић, *Инвестиционе компаније - модеран начин улагања на тржишту капитала*, Берза, бр. 7-9/1999, стр.37

²⁴⁴ Данијела Вукајловић Грба, *Инвестициони фондови – страна искуства и домаће могућности*, Централна банка Црне Горе, Подгорица, 2007, стр.66

коэффициент је = - 1. Када је кретање приноса инструмената независно једно од другог, коэффициент је = 0.²⁴⁵

Кључна разлика између инвестиционих фондова у развијеним земљама и транзиционим је у погледу диверсификације њихових портфолија. Приватизациони фондови који су учествовали у процу масовне ваучерске приватизације имали су различиту инвестициону политику од фондова у развијеним земљама. Њихова главна улога у процесу приватизације која им је намењена је концентрација власништва у приватизованим предузећима што аутоматски повлачи и концентрацију акција у њиховим портфолијима. Мањи број фондова је био заинтересован само за куповину и продају акција, сходно очекиваним променама цена, без интересовања за пословање компанија из портфеља. Већина фондова се активно ангажовала у предузећима са намером да унапреди њихове перформансе. Сходно томе циљ већине фондова није била диверсификација портфолиа већ концентрација власништва кроз куповину што већег броја акција предузећа. Са концентрацијом власништва у приватизованим предузећима фондови су налазили интерес да инвестирају и реструктурирају предузећа.

4.1.2. Портфолио менаџмент и мерење перформанси портфолиа

Портфолио менаџмент представља управљање инвестицијама у хартије од вредности, односно ефикасно управљање финансијским ризиком у име и за рачун налогодавца. Инвестициони фондови су настали управо ради обављања ове функције, што значи да је то њихова основна делатност.

Ове институције мобилишу уситњену штедњу становништва а за узврат им пружају професионално управљање портфолио менаџера. Куповином акција фонда инвеститор истовремено купује тзв. *know how* професионалних портфолио менаџера. Портфолио менаџери су одговорни за селекцију вредносних папира који улазе у портфолио фонда као и за касније куповине и продаје вредносних папира на тржишту капитала у циљу перманентних настојања да се обезбеди оптимална портфолио структура. Портфолио менаџери морају да перманентно прате и анализирају најактуелније информације о предузећима и финансијским тржиштима као и да прате кретања каматних трендова и стопа приноса на акцијски капитал.²⁴⁶

Перформансе портфолиа зависе од избора ХоВ које улазе у њихов састав. Успешно процењивање ценовних кретања, трагање за потцењеним акцијама, заштита од

²⁴⁵ Alexander Gordon and Sharpe Wiliam, *Fundamentals of Investments*, Prentice-Hall International, New York, 1989, str. 125

²⁴⁶ Ђировић Милутин, *Инвестициони фондови у тржишним економијама*, Берза 5-6, Београд, 1994, стр 23

неочекиваних промена су основни послови портфолио менаџера. Од њихових способности и ефикасности зависи успешност фондова којима управљају. Они одлучују која ће комбинација финансијских инструмената дати најбољи принос за дати ризик. Начин да се умањи ризик при управљању портфолијима је и у трговини дериватним ХоВ које омогућавају и већу брзину трансакција, ниже трошкове и већу ликвидност.

Стопа обрта портфолиа је показатељ који указује на обим куповина и продаја ХоВ који је менаџмент остварио. Ова стопа зависи од инвестиционе стратегије те ће мању стопу имати фондови склони дугорочном промишљању и прикупљању квалитетних ХоВ а вишу стопу они фондови који теже високим профитима за кратко време. Овај показатељ може износити 100% што показује да менаџери држе купљену хартију у портфолиу у просеку годину дана. Процент од 200% указује на полугодишње држање хартија у портфолиу а 50% на двогодишње. Просечан обрт портфолиа креће се у распону од 75% до 85% што значи око 18 месеци.

Активни портфолио менаџмент је спреман да се изложи већем нивоу ризика зарад већег приноса. Он инвестира у инструменте на тржишту акција или корпоративних обвезница. Пасивни портфолио менаџмент не жели да се изложи великом ризику и улаже у сигурне државне обвезнице и банковне депозите или у изузетно ликвидне инвестиције. У основи пасивног управљања је мишљење да је активно управљање неефикасно и да не оправдава уложене трошкове. Ова стратегија се заснива на улагању у добро диверсификован портфолио ХоВ без покушаја проналажења подцењених и прецењених финансијских инструмената. Ово гледиште је за резултат имало стварање тзв. индексног фонда. Тако је 1976. године у САД *Vanguard Group* представио фонд који је имао назив портфељ *index 500* и имао структуру једнаку индексу *Standard & Poor 500*. Трошкови су били ниски јер *Vanguard* није запошљавао аналитичаре и није имао велике трошкове. Док је уобичајена накнада активног фонда 1% у овом фонду се наплаћивала накнада од 0,2%. *Vanguardov* портфељ *index 500* је један од највећих фондова који вреди више од 100 милијарди \$ и још увек доминира тржиштем међу другим фондовима који имају *S&P 500* структуру.²⁴⁷

Vanguard Group са имовином од 2 билиона у активи израстао је у шампиона индексирања. Индексни фондови представљају 63% средстава ове групе. Оснивач компаније *John Bogle* тврди да већина инвеститора не може да победи тржиште и саветовао их да купују уделе у јефтиним фондовима који прате индексе.²⁴⁸

²⁴⁷ *Morningstar Fund Research, 2012. Annual Global Flows Report, str. 9*

²⁴⁸ [p://mobile.bloomberg.com/news/2013](http://mobile.bloomberg.com/news/2013)

Неки менаџери константно остварују натпросечне приносе за које је тешко рећи да су случајни. То наводи на давање приоритета активном управљању над пасивним. Мерењем перформанси портфолиа жели се установити да ли су управљањем ХоВ остварене веће перформансе од оних које би се оствариле насумичним избором ХоВ. Онај портфолио менаџер који има инвестиционе перформансе знатно боље од општих перформанси тржишта сматра се успешним. Један од начина мерења успеха портфолио менаџмента је кроз упоређивање *укупног приноса* портфолиа и укупног приноса берзанског индекса у посматраном периоду. Фондови са највећим приносима у односу на индекс су најбољи. Међутим, истраживања су показала да ослањање само на стопу приноса као меру ефикасности је сувише поједностављено. Мерење перформанси мора да обухвати поред мерења приноса и мерење ризика. Тек стопа приноса коригована за ризик је меродаван параметар перформанси портфолиа. Зато треба укључити и друге моделе обрачуна перформанси портфолиа.

Стандардна девијација показује степен у којем поврати посматраног фонда флукутирају око свог просека. Рачуна се на месечном нивоу и врши се компарација једног фонда у различитим периодима или се један фонд упоређује са другим фондовима. Ризичнији су они фондови чија је стандардна девијација већа. Неки конзервативни фондови имају месечну стандардну девијацију испод 3,5% док агресивно растући фондови имају стандардну девијацију изнад 6%.

Бета мерило мери осетљивост поврата фонда на флукутације на тржишту мерене тржишним индексима. Рачуна се као месечни просек на бази података о поврату за период од 36 месеци. Просечан добро диверсификован портфолио има *Betu* једнаку 1,0. *Beta* нижа од 1,0 указује на портфолио који није осетљив на кретање општег тржишта. *Beta* већа од 1,0 означава већу осетљивост. Међутим *Beta* није квалитетан показатељ за краткорочна предвиђања те се уз *Betu* користи помоћ другог показатеља *R-squared* који флукутације неког фонда доводи у везу са кретањима на укупном тржишту.

Теоретичари *F. Sharp, Jansen, Treyn* и други су се такође бавили мерењем ефикасности портфолиа инвестиционих фондова. Међутим, *Shar u Alexander* су дошли до следећих закључака: просечан принос реализован од стране фондова који инвестирају у акције није се битно разликовао од просечног приноса које је остварило тржиште у целини; вредности актива и приноси показали су висок степен зависности од општих тржишних кретања; супериорни резултати нису могли да се задрже у дужем периоду; честа препакивања портфолиа имала су за ефекат високе трошкове. Способност менаџера да ефикасно управља портфолиом се често пренаглашава. Цене акција на кратак рок крећу се

на непредвидив начин али се оне на дуги рок компензују те фондови на дуги рок теже да остварују оне приносе који одговарају нивоу прихваћеног ризика.

Разне анализе могу навести на различите закључке у вези са ефикасношћу инвестиционих фондова. Већина од њих ипак указује на чињеницу да фондови нису успели да озбиљније надмаше резултате које су оствариле друге групе инвеститора на финансијском тржишту. Ово је и логично када се узме у обзир да карактеристике тржишта одражавају просек карактеристика свих инвеститора. Када би у просеку, фондови и успевали да перманентно остварују натпросечне резултате, то значи да би нека друга група инвеститора константно губила на тржишту.²⁴⁹

4.2. Утицај инвестиционих фондова на развој тржишта капитала

Инвестициони фондови стимулишу развој тржишта капитала. Њиховим функционисањем, трговином и диверсификацијом њихових портфолиа поспешује се ликвидност тржишта капитала и побољшава његова стабилност. Оснивањем већег броја фондова повећава се конкурентност и врши продубљивање тржишта капитала, па стога они представљају најпогоднију форму развоја, успешног функционисања и стабилности тржишта капитала, како у земљама са развијеним тржиштем капитала, тако и у земљама у којима је тржиште капитала у почетној фази развоја.

Фондови омогућавају свима који имају вишак средстава да их пласирају на тржишту капитала без неког посебног знања о инвестирању. С друге стране интерес привреде тј. предузећа која апсорбују средства фондова састоји се у повећаном приливу средстава за финансирање инвестиционих пројеката или повећање обима производње. Тако прикупљени капитал који је неопходан привреди је јефтинији и лакше доступан алокацијом преко ХоВ. Предузећа заинтересована за средства фондова морају испуњавати одређене стандарде, подижући квалитет пословања, чиме обезбеђују котирање својих акција на берзи. Тиме се финансијско тржиште продубљује и обогаћује новим берзанским институцијама и финансијским инструментима, а критеријум профитабилности генерално афирмише и код других финансијских институција.²⁵⁰ Инвестициони фондови у свим земљама са тржишном привредом имају кључну улогу у функционисању и развоју тржишта капитала. Њиховим оснивањем обогаћена је структура финансијског сектора, повећана конкурентност и остварен савремен приступ тржишним трансакцијама.²⁵¹

²⁴⁹ Звонко Бурић, *Институционални инвеститори на финансијском тржишту*, Борба, Београд, 1998, стр.40

²⁵⁰ Пејић Драган, *Инвестициони фондови, Пословна политика*, 2002, бр. 31, стр.33-36

²⁵¹ Живота Ристић, *Тржиште капитала*, Приватно издање, Београд, 1990, стр. 106

Тржишта у настајању се знатно разликују од тржишта развијених земаља која имају дугогодишњу историју постојања. Тржишта земаља у транзицији су неразвијена и одликује их мала капитализација у односу на БДП, мали број ХоВ које се котирају на берзи, недостатак ликвидности и транспарентности. Узрок неразвијености ових тржишта је и непостојање довољног броја институционалних инвеститора, пре свега инвестиционих фондова и пензионих фондова. Поред тога и осетљивост тржишта на политичка дешавања и промене далеко је већа него на развијеним тржиштима.

Развој тржишта капитала у земљама у транзицији није ишао оним темпом како се очекивало. Иако је тржиште капитала природан исход програма масовне приватизације бројне потешкоће су успориле његов развој. Наиме, очекивало се да ће, кад тржиште капитала достигне одређени ниво развоја, приватизациони фондови успоставити базичне принципе пословања и прелазити у класичне затворене фондове чијим се акцијама тргује на берзи. Један од разлога што се није развило ефикасно тржиште капитала је недостатак институционалног оквира. Фондови су имали потенцијал да одиграју важну улогу у развоју тржишта капитала али многи су постали холдинг компаније или пасивни инвеститори а не активни инвеститори који се ангажују у састављању портфолија инвестиција.²⁵² Услед слабе законске регулативе у многим земљама је дошло до многобројних злоупотреба. Иако је тржиште било снабдевено великом количином акција, као резултатом масовне приватизације, остало је без довољно капитала. Многе трансакције акцијама су се спроводиле мимо уређених тржишта. Акције предузећа која су добила већинске власнике нису се више котирале на бази. Негативно искуство већег дела популације са МВП смањило је поверење у институције тржишта капитала. Неразвијене тржишне институције тржишта капитала утицале су да концепт ваучерске приватизације има велики број критичара. Ипак треба истаћи да МВП не омогућава тренутно успостављање тржишта капитала али подстиче тај процес који траје годинама.

4.3. Утицај инвестиционих фондова на процес финансијског посредовања

Финансијски системи развијених земаља обogaћени су новим типовима финансијских посредника који су позитивно утицали на активност осталих учесника на финансијском тржишту и развој финансијског посредовања. Пре појаве инвестиционих фондова сектор привреде и становништва није имао велики избор за прибављање и пласман финансијских средстава. Њихов интензиван развој угрозио је рад депозитних институција које су изгубиле доминантну позицију и нису успеле да се одмах супроставе конкуренцији. У

²⁵² *Blaha Shid, Češka tržišta kapitala: Pogled iz inostranstva, Karlov univerzitet u Pragu, 2010. str.3*

многим развијеним земљама дошло је до одлива средстава из депозитних институција и улагања у акције фондова. Тржиште депозитних институција се сужава а са смањењем тражње за њиховим средствима они су били приморани да сниже каматне стопе на своје кредитне пласмане. Оба процеса су водила ка смањењу профитабилности депозитних институција.

Инвестициони фондови и остали институционални инвеститори су на многим финансијским тржиштима донели слободну конкуренцију међу финансијским институцијама, чиме су битно утицали на развој финансијског тржишта и на раст економије у целини. Монопол банкарског сектора у многим развијеним земљама заувек је нестао. Њихово пословање је угрозила и сама законска регулатива у САД, Великој Британији и неким земљама западне Европе која је рестриктивно прописала њихово пословање. У САД су им постављени уски оквири пословања. Комерцијалне банке нису могле да инвестирају у акције корпорација. Уведени су тзв. плафони на депозитне каматне стопе код банака. Одвојено је комерцијално од инвестиционог банкарства.

Јачање конкуренције између финансијских институција довело је до обарања нивоа каматних стопа, до проширења дијапазона њихових услуга, стварања нових типова финансијских производа, нарочито финансијских деривата. Са појавом фондова проширене су могућности за мобилизацију слободних средстава. Они су постали много атрактивнија и профитабилнија алтернатива за пласман средстава и штедњу. Већа сигурност, већи приходи, већа ликвидност и друге предности учиниле су инвестиционе фондове врло атрактивним.

Са развојем инвестиционих фондова предузећима је омогућено да неопходна финансијска средства добију под повољнијим условима, на лакши и бржи начин. Фондови поправљају рачун извора за финансирање привреде јер краткорочне изворе финансирања претварају у дугорочне. Многа предузећа емитују сопствене обвезнице и комерцијалне записе које улазе у састав портфолиа фондова и преко њих долазе до потребних средстава. Такође, многа предузећа емитују акције што носи одређене предности. Наиме на тај начин предузећа долазе до средстава без обавезе плаћања камата и враћања главнице дуга. Емитовањем акција предузеће долази до свежег капитала и тако побољшава своју ликвидност и бонитет.

Често се помиње и негативан утицај инвестиционих фондова на процес финансијског посредовања. Истиче се њихов допринос повећању нестабилности финансијских система и стварању финансијских криза. Својом величином и обимом пословања фондови могу да изазову велике ломове на тржишту. Због обима својих трансакција и степена повезаности са осталим финансијским институцијама могу својим

банкротством да изазову систематске ризике. Узрок томе су велика задуживања фондова код финансијских институција.

4.4. Инвестициони фондови у функцији развоја привреде

Финансирање привредног развоја је предмет најширег интересовања како са аспекта појединих земаља тако и са аспекта међународних економских односа. Постоји јака веза између финансијског и привредног развоја у свакој националној економији. Привредни развој доприноси развоју финансијских институција али и развој финансијских институција повратно доприноси привредном развоју. У савременим тржишним привредама све је значајније место институционалних инвеститора.

Интензитет доприноса инвестиционих фондова процесу финансирања привредног развоја директно је пропорционална нивоу развијености привреде. У привредама са развијеним финансијским тржиштима егзистирају инвестициони фондови са огромним капиталом а у неразвијеним земљама допринос фондова привредном развоју је мали што је последица њихове слабе економске моћи.

Развој фондова довео је до јачања конкуренције међу финансијским институцијама и повећања ефикасности финансијског посредовања. Конкуренција води ка ефикасној мобилизацији и алокацији средстава што процес финансирања привредног развоја чини успешнијим. Банкарски сектор, ослабљен развојем конкурената креира нове услуге, преузима виши ниво ризика, даје боље услове кредитирања. Банке су принуђене да повећају камате на штедњу а смање камате на пласмане. Банкарска правила су још увек врло строга те успоравају и ограничавају процес финансирања привреде. Велики обим документације, дуге процедуре одобравања кредита, неопходност обезбедбења кредита хипотекама и ограничен обим средстава чине банкарски систем крутим и нефлексибилним. Са развојем фондова повећан је спектар алтернатива за предузећа у погледу прибављања краткорочних извора финансирања. Појавом фондова тржишта новца предузећа су добила могућност да се краткорочно финансирају путем емисије својих комерцијалних записа. Предузећа су тако супституисала банкарске кредите финансирањем посредством финансијског тржишта.

Законодавство државе битно одређује развој како депозитних тако и недепозитних финансијских институција. Држава ствара амбијент у коме послују финансијски посредници и кроз законску регулативу одређује њихов примат. Тако иако спадају у развијене земље Немачка, Италија и Јапан још увек имају финансијски систем у коме доминирају банке. Банкарски систем у тим државама је задржао своју доминантну позицију што је последица високих провизија код трансакција са ХоВ на финансијском тржишту. За

разлику од њих развијене земље са тржишно оријентисаним финансијским системом као Велика Британија, САД, Канада, оснажиле су рад институционалних инвеститора који су постали битни фактори на њиховим финансијским тржиштима.

Како су инвестициони фондови погодан облик мобилизације штедње неке државе прибегавају стимулацији њиховог развоја. Спонзорство државе је погоднија полуга за формирање фондова и пратећих институција за управљање фондовима у земљама у развоју. На пример, у Пакистану је од стране владе формиран Национални инвестициони труст. Сврха тог труста је да унапређује, организује и управља фондовима. Он игра улогу управљачке компаније за отворене фондове. Влада је, такође, основала и управљачку компанију за затворене фондове-Пакистанску инвестициону корпорацију. Обе наведене компаније имају и задатак да унапређују примарно тржиште капитала, пружају услуге консалтинга, управљају портфолиом појединаца итд.²⁵³

Утицај инвестиционих фондова на привредни развој огледа се и кроз корпоративно управљање корпорацијама. Фондови са значајнијим учешћем у њиховом капиталу стичу могућност утицаја на корпоративно управљање. Све је више акција корпорација у поседу фондова. У Великој Британији и САД домаћи институционални инвеститори поседују између 30% и 40% акција предузећа. У Немачкој, Јапану и Канади око 20%, у Француској и Италији око 10%. Са повећањем учешћа у власништву корпорација повећава се и њихов утицај на корпоративно управљање што води ка повећању перформанси корпорација а тиме доприноси укупном привредном развоју. Један од кључних разлога због чега институционални инвеститори показују интерес за већинским власништвом и управљањем у предузећима је што за инвеститоре не постоји више лак излаз са појединих тржишта. Њихови постојећи портфолији су већ веома диверсификовани те се институционални инвеститори одлучују да остану у предузећима и контролишу рад менаџмента кроз органе управног одбора.

Профитабилна предузећа се легитимишу кроз континуирано висок ниво цена њихових ХоВ. Висок ниво цена акција предузећа са тенденцијом даљег раста јасно говори да у њих треба инвестирати. Власници који нису задовољни резултатима пословања предузећа продају своје акције и инвестирају у акције других предузећа. Акције предузећа која имају слабије перформансе када буду понуђене у већем броју на тржишту омогућавају инвеститорима да по повољној цени преузму контролни пакет акција. Тако фонд добија могућност да постави своју стратегију развоја предузећа, свој менаџмент и на тај начин доведе предузеће до реструктурирања и оздрављења.

²⁵³ Бранко Васиљевић, *Основи финансијског тржишта*, Завет, 2002, Београд, стр 118

Један од најзначајнијих механизма корпоративног управљања који је карактеристичан за земље које немају развијено тржиште капитала представља концентрација власништва. Концентрација власништва је значајна због могућности директног утицаја на менаџмент компаније. Главна улога инвестиционих фондова у земљама у транзицији била је концентрација власништва приватизованих предузећа и ефикасно корпоративно управљање. Концепт корпоративног управљања ПИФ-ова представља одређени микс између западних узајамних фондова и класичних холдинг компанија. Имплементација принципа корпоративног управљања у транзиционим економијама представља дуготрајан процес који зависи од јачине институција, квалитета примене законодавства, уплива страних искустава и праксе кроз директне стране инвестиције итд. Иако су се ПИФ-ови суочавали са бројним потешкоћама у раду, законским ограничењима и недостатку средстава они су у већем броју случајева успели да успоставе ефикасније корпоративно управљање, изврше реструктурирање и подигну перформансе приватизованих предузећа.

5. ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ У ТРАНЗИЦИОНИМ ЕКОНОМИЈАМА

У процесу приватизације у земљама у транзицији формирали су се инвестициони фондови налик на фондове у развијеним земљама. Оснивани су углавном у форми акционарских друштава а грађани су постајали акционари фонда користећи своје ваучере уместо новца. Стога се ови фондови често називају ваучерским фондовима. Све земље Источне и Централне Европе као и земље бившег Совјетског Савеза су усвојиле неке варијанте инвестиционих фондова ради убрзања процеса приватизације. Само Грузија, Македонија, Такицистан и Туркменистан нису користиле ПИФ-ове нити фондове било које врсте.

У развијеним тржишним привредама попут САД и Велике Британије инвестициони фондови имају разноврстан портфолио акција и они не врше корпоративно управљање у компанијама. Они су модел пасивног институционалног власника. За разлику од њих, холдинг компаније држе све или готово све акције портфолио компанија и као активни власници баве се њиховим развојем и реструктурирањем. Сходно томе њима припада и готово сав профит компанија.

Ваучер инвестициони фондови представљају мешавину инвестиционих фондова и холдинг компанија. У готово свим програмима масовне ваучерске приватизације реализованим у земљама Централне и Источне Европе они су одиграли веома значајну улогу. Термин *ваучерски* указује на то да су грађани постали акционари фонда уплатом ваучера а не готовог новца. Фондови су акумулирали ваучере и куповали акције предузећа на аукцијама. Дакле, власници фондова су грађани који су уложили своје ваучере у фондове, а власници предузећа су фондови који су купили акције предузећа на аукцијама. Ваучерски фондови су имали троструку улогу у транзиционим економијама. Од њих се очекивало да: прикупљају ваучере од малих акционара; подрже и ојачају управљање у предузећима; мобилишу капитал за реструктурирање фирми.²⁵⁴

Најпре они морају обавити функцију отворених фондова. Власници ваучера, недовољно информисани о ХоВ, трговини на финансијском тржишту као и о перформансама предузећа, једноставно и са мање ризика инвестирају у инвестиционе фондове. Улагање у фондове у транзиционом периоду у Словенији доносило је својим

²⁵⁴ *Hans Blommestein and Michael Spencer, The Role of Financial Institutions in the Transition to a Market Economy, IMF Working Paper, 1993, str.33*

акционарима зараду на годишњем нивоу од готово 20%, у Мађарској та зарада је била 32 %, у Чешкој 28 % а у Пољској чак 44%.

Главна улога ПИФ-ова је обезбеђење ефикасног корпоративног управљања и реструктурирање предузећа. Потенцијална опасност од масовне ваучерске приватизације је широко распрострањено власништво у приватизованим предузећима. Велики број малих акционара са уситњеним власништвом онемогућава ефикасно управљање и контролу рада менаџмента у предузећима. Фондовима је намењена улога коректора диверсификованог власништва ситних акционара тако што они врше концентрацију власништва. На тај начин се стварају велики акционари који ће вршити контролу, управљање и реструктурирање предузећа у којима имају већински удео. Менаџери ПИФ-ова су морали да управљају ефикасно у тек приватизованим предузећима. Међутим, многи менаџери фондова нису били квалификовани или нису имали довољно знања да управљају ефикасно. У Чешкој многи фондови су банкротирали због лошег управљања. Недостајали су државни прописи о раду ПИФ-ова а такође су недостајали и квалификовани менаџери. У Пољској менаџери фондова су бирани од стране владе, те уколико се утврди да не обављају адекватно свој посао бивају смењени.²⁵⁵

Фондови су имали бројна ограничења која су их спутавала у функционисању. У већини транзиционих земаља прописи су ограничавали власништво фонда над предузећем на 20% до 30%. Из тог разлога фонд губи мотивацију да улаже у реструктурирање компанија јер ће 70% до 80% профита припасти другим акционарима. Реструктурирање захтева много труда и времена те фондови налазе већи интерес у трговању акцијама и разним нетранспарентним власничким трансакцијама. Менаџерска стратегија се више усмерава у правцу куповине што више јефтиних акција него у стварање повећане вредности у предузећу. Радници са малим платама или без њих су често извор јефтиних акција. Осим тога фондови не налазе рачуницу за реструктурирање компанија ни у накнадама које наплаћују јер би повећање накнаде (која је око 3%), услед повећања вредности компанија, било занемарљиво.²⁵⁶

Недостатак капитала је такође био проблем са којим су се суочавали ПИФ-ови. Већина фондова је избегавала да реструктурира предузећа јер то носи велике трошкове а добит се остварује тек у даљој будућности. ПИФ-ови немају ресурсе да адекватно прате велики број предузећа из свог портфолија. За њих би било скупо да остваре надзор и контролу над многим предузећима у којима имају већинске уделе. Дубиозе у којима су се

²⁵⁵ Nichole M. Castater, *Privatization as a Means to Societal Transformation: An Empirical Study of Privatization in Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union*, University of South Carolina, 2002, str. 22

²⁵⁶ David Ellerman, *Vaucher Privatization with Investment Funds: An Institutional Analysis*, World Bank, str. 2

налазила многа предузећа није било могуће превазићи малим корекцијама већ су били неопходни велики захвати за шта фондови нису имали довољно средстава. Осим тога предузећа нису могла бити профитабилна у кратком року. У већим компанијама позитиван ефекат се очекивао тек за 5 година.

Од ПИФ-ова се очекивало да помогну компанијама да пронађу стратешке партнере јер њима није ни било намењено стално власништво над предузећима. Пошто су по правилу фондови велики власници компанија они могу продати своје акције страном инвеститору који је заинтересован искључиво за власништво контролног пакета акција. Како је страном инвеститору много теже да дође до контролног пакета купујући акције од малих акционара он се пре опредељује за куповину стока акција од фондова. Један од главних доприноса фондова процесу приватизације је каналисање имовине компанија према трећим лицима. Фондови могу продати контролни пакет акција великим страним инвеститорима успешније него државни органи. У пракси се дешавало да владе држава продају контролни пакет акција погодбом по врло ниским ценама у недостатку капитала као у Мађарској. Фондови продају своје акције преко берзе по много већим ценама а истовремено су елиминисане афере и корупције које су код непосредне погодбе врло честе.

Од инвестиционих фондова се очекивало да допринесу стварању приватних својинских права и формирању тржишта капитала у пост – приватизационом периоду. Они су имали потенцијал да одиграју важну улогу као финансијски посредници у новонасталим тржиштима капитала. Међутим разлог због чега се није развило ефикасно тржиште капитала у овим земљама је недостатак институционалног оквира. Ипак, основни циљ који је постављен пред фондове, да подрже брзу приватизацију је остварен.

5.1. Инвестициони приватизациони фондови као претече приватних инвестиционих фондова

Приватизационе инвестиционе фондове су оснивали домаћи и страни инвеститори, банке, осигуравајућа друштва, предузећа, појединци. Држава је била задужена да уреди само правни оквир а да затим омогући њихово слободно оснивање. Код приступа приватизације *одозго* фондове је оснивала држава. Оно што је у великом броју приватизација био проблем јесте чињеница да банке и осигуравајућа друштва и даље нису била приватизована па је лако могло да дође до конфликта интереса између ПИФ-ова, њихових менаџмент компанија и финансијских кућа које су их основале. Спонзори фонда били су и привремени власници фонда све док фонд своје акције потпуно не замени за ваучере. Када власници ваучера постану власници фонда, он наставља самостално да функционише. Власници на годишњој скупштини морају изабрати органе управљања и

менаџмент компанију. Када тржиште капитала достигне одређени ниво развоја и ПИФ-ови успоставе основне принципе пословања, они прелазе у класичне затворене фондове чијим се акцијама тргује на берзи.

Од средине 1995. год. ПИФ-ови у Чешкој почињу да се трансформишу. Неки ПИФ-ови трансформисали су се у холдинг компаније. Као једноставна акционарска друштва они не подлежу прописима инвестиционих фондова. Они су могли да повећају своје учешће у компанијама преко 20% и слободну пренесу своја средства у иностранство. Ово је створило јак подстицај за многе фондове да се реорганизују. Међутим, нису се сви фондови у Чешкој трансформисали у холдинг компаније. Велики изузетак су ПИФ-ови који су повезани са банкама које су остале у делимичном државном власништву.

Велики део ПИФ-ова у Бугарској се касније трансформисало у холдинг компаније. То су фондови који се специјализују у одређеним гранама делатности.

Приватизациони инвестициони фондови у Словенији су по закону били у обавези да се трансферишу у приватне инвестиционе фондове или обична акционарска друштва до средине 2002. године.

У Пољској приватизациони фондови, односно НИФ-ови имали су задатак да изврше приватизацију предузећа, спроведу реструктуирање предузећа и припреме их за даљу продају или да покрену евентуалан стечај. Међутим фондови нису били спремни на реструктуирање због недостатка свежег капитала који би морао да буде уложен у предузећа. Испоставило се да НИФ-овима много више одговара секундарна приватизација јер су само нови приватни власници у стању да побољшају перформансе предузећа. Неки фондови су планирали претварање у холдинг компаније, други су имали за циљ остварење профита од продаје предузећа. Фондови у Пољској су били државни а тек у каснијим фазама приватизације они се приватизују. Нови власници НИФ компанија су углавном домаћи стратешки инвеститори али одмах за њима су по броју страни инвеститори. Док је у почетној фази приватизације држава била главни актер временом она смањује своје учешће и повлачи се из активног управљања.

У Румунији су се ПИФ-ови трансформисали у инвестиционе фондове.

У Русији због кризе у коју су ушли ПИФ-ови влада је креирала нову класу фондова, јединичне инвестиционе фондове. Они треба да представљају главно средство за финансијско посредовање у Русији. Међутим механизми за трансформацију ПИФ-ова у јединичне фондове нису створени. Вредности улагања у ваучер фондове су обично дугорочне ХоВ а имовина јединичних фондова је везана за краткорочне инвестиције тако да би се тешко постигла ликвидност јединичних фондова. Јединични фондови нису акционарска друштва са правним субјективитетом али се њихов однос са комитентима

регулише уговором. Обзиром да су ПИФ-ови у Русији везивани за бројне скандале очекује се да ће јунит фондови превазићи скептицизам становништва према финансијском улагању и привући нова средства која држи становништво.

Током година дошло је до развоја фондова у овим земљама али они далеко заостају за фондовима у развијеним западним земљама. Највише су се развили инвестициони фондови у Пољској, Мађарској и Чешкој. Пољски фондови имају далеко највећу активу у групи. Иза њих су мађарски фондови, затим чешки.

Табела 21. Вредност имовине инвестиционих фондова у земљама у транзицији
(у милионима US\$)

Земље	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Чешка	5.260	5.436	5.508	4.445	5.001
Бугарска	226	256	302	291	324
Мађарска	9.188	11.052	11.532	7.193	8.570
Пољска	17.782	23.025	25.595	18.463	25.883
Румунија	326	1.134	1.713	2.388	2.613
Словачка	3.841	4.222	4.349	3.191	2.952
Словенија	2.067	2.610	2.663	2.279	2.370
Русија	2.026	3.182	3.917	3.072	2.877

Извор: *Investment Company Institute*

Готово сви фондови из ове групације су имали драстичан пад вредности нето актива у 2011. години. У већини земаља се индустрија инвестиционих фондова опоравила наредне године и повратила своју вредност на пређашњи ниво.

5.2. Концепт ваучерске приватизације

Владе свих земаља у транзицији су се одлучиле да следе неколико праваца приватизације истовремено, а учешће појединих програма варира од земље до земље. Већина се определила, поред осталих програма, за масовну ваучерску приватизацију у настојању да изврше брз трансфер државног власништва над предузећима у приватни сектор. Концепт масовне приватизације први пут је развијен у Пољској 1988. године а њени аутори су били *Jansuy Lewandovski* и *Jan Syomburg*. Према њиховој идеји програм су чинили: дистрибуција ваучера свим пунолетним грађанима, бесплатна подела и могућност замене за акције предузећа која ће се приватизовати.

Разлог због чега је масовна ваучерска приватизација спроведена у Централној и Источној Европи и у земљама бившег Совјетског Савеза је брзина спровођења приватизације. Сматрало се да би приватизације од случаја до случаја трајала јако дуго, а предузећа би у међувремену стагнирала и погоршавала економско стање. Ваучерска

приватизација омогућава истовремену приватизацију многих државних предузећа. На тај начин је на десетине хиљада предузећа у ЦИЕ одједном приватизовано.²⁵⁷

Подстицаји за масовну приватизацију су политички а не економски. Широка дистрибуција акција и брза приватизација су политички циљеви а не економски. Путем масовне ваучерске приватизације (МВП) грађани стичу акције путем бесплатне поделе тако што држава поклања или наплаћује минималан износ за ваучере. Ваучери се у наредној фази могу искористити за куповину акција предузећа или улагање у ПИФ-ове. Право на ваучере имају сви пунолетни грађани једне државе. Овај модел има јасну политичку предност над другим моделима због значајне подршке јавности и свих слојева становништва. Њиме се желело остварити неколико кључних циљева: социјална правда, брза приватизација, формирање широке базе нових акционара и развој тржишта капитала. Оваквом приватизацијом избегнуте су тешкоће око процењивања вредности предузећа пре приватизације и оптужбе за распродају државне имовине.

Главне карактеристике модела масовне ваучерске приватизације су масовно учешће најшире популације и велика дисперзија власништва у приватизованим предузећима. Како велики број малих акционара није поседовао неопходно знање за ефикасно надгледање и управљање предузећима, решење је пронађено у формирању посебног облика финансијских посредника, приватизационим инвестиционим фондовима. Они су формираны са циљем да убрзају приватизацију и развију тржиште капитала.

Метод масовне приватизације је коришћен у већини бивших социјалистичких земаља. Оваква приватизација је омогућила брз трансфер државне имовине грађанима без дискриминације због чега је имала општу подршку. Приватизација се одвијала у две варијанте: приступ *одоздо* и приступ *одозго*. Поступак при коме се дистрибуирају ваучери грађанима које су они инвестирали у компаније или фондове представља приватизацију *одоздо*. Једна од предности овог начина приватизације је да се смањи директно учешће државе у процесу. Запослени у предузећу сnose финансијски ризик док држава има само контролну улогу. За овај начин приватизације су се определиле Чешка, Словачка, Русија, Литванија, Молдавија, Киргистан. Код метода приватизације *одозго* држава је основала фондове који су постали власници предузећа која се приватизују или њихових делова. Пошло се од претпоставке да ће фондови активно реструктурирати фирме из својих портфолија а онда продавати њихове акције стратешким инвеститорима. За овај начин приватизације определиле су се Пољска, Румунија, Словенија, Казахстан.

²⁵⁷ Nichole M. Castater, *Privatization as a Means to Societal Transformation: An Empirical Study of Privatization in Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union*, University of South Carolina, 2002, str. 8

Приватизација методом ваучерске приватизације има одређене предности и недостатке. Основне предности су: брза приватизација, широка дистрибуција националног богатства великом броју грађана, правичност у односу на све учеснике, цена акција се успоставља на бази понуде и тражње, развија се тржиште капитала, минималан је ниво корупције. Недостаци овог модела приватизације су: комплексност процеса, дуг период имплементације, дисперзија власништва те проблеми са корпоративним управљањем. Успорено је успостављање правих власника који ће спровести ефикасно корпоративно управљање и реструктурирање предузећа. Овај метод не обезбеђује ни држави ни предузећима прилив финансијских средстава.

5.2.1. Ваучерске аукције

Ваучерске аукције су организоване са циљем да се ваучери размене за акције предузећа. Оне врше алокацију акција онима који их највише вреднују. Осим тога на аукцијама се добија тржишна вредност фирми и смањује могућност корупције. Аукције омогућавају грађанима да бирају акције које желе да купе.

Аукције могу бити отворене и затворене. Отворене су оне у којима нема рестрикције учесника већ у њима могу да учествују сви заинтересовани грађани и правна лица. Такве аукције су биле у Чешкој, Словачкој, Словенији. Затворене су оне аукције које су намењене само одређеном делу популације. Рецимо у Русији су организоване аукције на којима су могли да учествују само запослени и менаџери компаније која се приватизује.

Постоје два начина на основу којих могу да се организују аукције ваучера: централизовано тј. истовремено и децентрализовано тј. секвенцијално. Истовремени или централизован приступ су користиле Чехословачка у првом таласу и Чешка у другом таласу приватизације као и Бугарска. Истовремени приступ подразумева процес у коме сви носиоци ваучера постављају истовремену понуду ваучера у свим фирмама укљученим у аукцији. Друге земље попут Русије и Грузије су примењивале секвенцијални или децентрализовани приступ, тј. спроводили су једну по једну аукцију фирми. Русија је спроводила регионалне аукције под надзором локалних органа власти а само за предузећа од стратешког интереса организоване су централизоване аукције.

Први модел је ефикаснији јер су понуђачима познате све опције у тренутку аукције а вредност ваучера се не мења као што је то случај са другом опцијом. Међутим он је и сложенији и скупљи модел. Менаџерски лоби у Русији је био веома јак те да би пристали на ваучерске аукције процес је морао да буде децентрализован и спуштен на локални ниво. Да је процес био централизован и тврђи приватизација би се тешко спровела.

5.2.2. Улога државе у процесу МВП

У процесу транзиције кључна улога припада држави. Политичка подршка процесу приватизације од основног је значаја да овај процес успе. Иако је један од основних циљева приватизације елиминисање утицаја државе на привредне токове, овај програм је немогуће спровести без учешћа државе. У земљама у којима је он текао у недовољно уређеном амбијенту успех је био слабији. Транзиција захтева јаку државу, тј државу са чврстим законским регулативама ради несметаног функционисања тржишног механизма, заштите уговора и својине. При томе је неопходно да она буде професионална и некорумптирана како би ефикасно спровела транзицију. За успех приватизације неопходно је да држава успостави одговарајуће законе и институције које ће омогућити и заштитити индивидуално и корпоративно власништво привредних субјеката и подстаћи поверење домаћих и страних инвеститора.

Неспорна је чињеница да је улога државе у транзицији значајна. Академик Абалкин скреће пажњу на њених шест битних функција у формирању тржишне привреде: прво, изградња законодавних, правних основа тржишне економије, дефинисање *правила игре*; друго, израда програма приватизације и његово усмеравање; треће, реализација антимонополског регулисања економије; четврто, државна регулација у области финансија и буџета; пето, регулисање спољноекономских односа и шесто, социјална заштита становништва.²⁵⁸

Улога државе у почетном стадијуму процеса МВП се огледа како у доношењу закона о приватизацији и пратећих прописа, тако и у емитовању ваучера, организацији аукција и контроли самог процеса приватизације. Поједини теоретичари наглашавају да је улога државе различита у различитим етапама транзиције. Њена улога ће бити далеко већа и значајнија на почетку него на крају транзиције. Како ће се извршити комбиновање државе и тржишта је ствар друштвеног избора који зависи од конкретних околности и националних циљева.

Први корак у приватизацији поред доношења законске регулативе је селекција предузећа, односно одлучује се која ће се предузећа приватизовати путем ваучера и у којем обиму. Државе често дуже задржавају у свом власништву велике системе од виталног значаја и не приватизују их путем ваучера. При томе оне морају да заузму став о томе да ли ће њихова улога бити активна или пасивна у управљању. На пример Пољска је задржала 25% власништва у свим предузећима и њена улога је била пасивна у управљању. У Чешкој

²⁵⁸ *Abalkin L., Rolj gosudarstva pri perehode k rynočnoj ekonomike, Sovetsko-južnokorejski simpozium, Voprosy ekonomiki, 11/91, str. 112-113*

влада је задржала 20% од власништва предузећа што је искоришћено делом за реституцију. Део државног портфеља је искоришћен за пружање помоћи предузећима која се приватизују а помоћ им је неопходна због могућег банкротства. Један део имовине пренет је општинама које су могле да продају акције и новац користе за решавање својих проблема. У Румунији је влада задржала 70% власништва из пре свега фискалних разлога.

Можемо закључити да процес транзиције не треба да се одвија спонтано без присуства државе због сложености преображаја привреде и друштва који треба да се оствари транзицијом. Држава треба да буде иницијатор реформи и субјект одговоран за њихово усмеравање и реализацију. Реализацију таквог пројекта може да обезбеди правна држава са јаком владом, ослоњена на професионалне и компетентне стручне службе и научноистраживачке институте.

5.3. Развој тржишта капитала

Једна од највећих користи од процеса МВП је свакако стварање тржишта капитала. Тржиште капитала је природан исход програма масовне приватизације. Индивидуални приватни власници који су стекли акције углавном су желели одмах да их продају и нису показивали интересовања да управљају предузећима. За то им је било неопходно створити институционалне услове тј. основати берзе и ванберзанска тржишта. Многи недостаци МВП могу се елиминисати кроз продају акција на секундарном тржишту капитала.

Веза између програма масовне приватизације и тржишта капитала је узајамна. С једне стране захваљујући МВП развија се тржиште капитала јер се појављују акционари заинтересовани да продају и купују акције. Дакле, масовна приватизација подстиче развој тржишта капитала, али не одједном већ постепено кроз дуги низ година. С друге стране развој тржишта капитала је од значаја за постприватизационо реструктурирање предузећа, промене у структури капитала и власништва предузећа, привлачење страних инвеститора. Поред тога захваљујући тржишту капитала компаније су у могућности да емитују нове акције и на тај начин прикупе додатна средства неопходна за нове инвестиције.

Тржишта капитала су основана у истом периоду када је отпочела и приватизација. Постојало је пуно проблема у њиховом развоју на шта су утицали почетни сиромашни регулаторни оквир и слаб надзор. Лоше регулисано тржиште капитала додатно погоршава лоше дизајниран и подједнако лоше спроведен процес масовне приватизације. Словенија и Мађарска су прве отвориле своја тржишта акција у пролеће и лето 1990. а Пољска у пролеће 1991. године. Чешка и Словачка отвориле су своје берзе 1993. док је трговина на румунској берзи почела је 1995. Појава берзи је повезана са процесом приватизације јер је већина компанија које су се котирале на берзи прошле кроз приватизацију. У Чешкој и

Словачкој након МВП на берзи су се котирале велике количине често неликвидних компанија, чији се број касније смањило. Остале земље одлучиле су се да почну са малим бројем лиситираних акција које су се повећавале са развојем тржишта.²⁵⁹

У исто време када је поново отворена берза у Чешкој почело је са радом и ванберзанско тржиште. Циљ његовог настанка је био да омогући либералније услове трговања капиталом. Због либералних правила и једноставног процеса трговања ванберзанско тржиште РМ Систем је доживео огромну популарност. На овом тржишту су се могле котирати акције свих приватизованих предузећа и на њему су могли узети учешће сви грађани и берзански посредници. У Чешкој долази до смањења промета на тржишту капитала. Један од разлога оваквог пада треба тражити у премештању трговине ван организованих тржишта капитала. Процењује се да је 80% свих трансакција у 1994. години обављено изван берзи.

Власнички сертификати у пољском програму приватизације одмах су се могли продавати на ванберзанским тржиштима а касније су се котирали на Варшавској берзи. Кроз програм приватизације свуда су коришћене методе новог задуживања кроз куповину и продају акција на Варшевској берзи, што је допринело њеном развоју. Тржишна капитализација је до краја 2000. године била највиша у Пољској, затим у Мађарској и Чешкој. Остатак тржишта акција у региону је занемарљивог обима како због лошег економског развоја земље и регулаторног оквира, тако и због мале величине земље.²⁶⁰

Табела:22. Тржишна капитализација на крају периода, у милион.\$

Земље	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Чешка	9 186	14 248	12 786	12 045	12 956	11 391	9 191
Естонија		728	1 139	492	1 795	1 733	1 473
Мађарска	2 399	5 273	14 975	14 028	16 433	11 926	10 210
Латвија	10	151	337	688	880	590	687
Литванија	380	1 253	2 173	2 959	3 177	3 052	2 626
Пољска	4 564	8 390	12 135	20 461	29 882	31 399	25 933
Румунија	100	61	632	357	317	366	1 228
Словачка	5 354	5 770	5 292	4 117	3 568	3 268	3 458
Словенија	312	891	1 625	2 450	2 880	3 101	3 387

Извор: Anete Pajuste, Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe, 2002

Ипак и највеће берзе овог региона су мале у односу на светске размере те је неопходно да оне међусобно сарађују и припоје се. Највећи промет на тржишту у периоду 1998-2001. био је у Пољској и Мађарској. Чешко тржиште које је почело као најбоље у

²⁵⁹ Anete Pajuste, *Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe RTU Riga Business School, 2002, стр.3*

²⁶⁰ Anete Pajuste, *Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe RTU Riga Business School, 2002, стр.3*

периоду 1995-1996. било је сустигнуто од Мађарске и Пољске. Главни разлог за пад чешког тржишта капитала је недостатак адекватних механизма корпоративног управљања као и деловање затворених инсајдерских група и менаџера ПИФ-ова. Промет осталих земаља је знатно нижи што је уобичајено за транзиционе економије.

Табела: 23. Промет - тржиште капитала, у милион. \$

Земље	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Чешка	1 328	3656	8 424	7 070	4 806	4 676	6 621	3 479
Естонија			288	1 681	1 031	489	573	232
Мађарска	265	348	1 606	7 685	16 104	14 848	12 248	4 834
Латвија		0	12	85	85	43	276	161
Литванија	16	37	47	239	223	309	202	38
Пољска	5 134	2 781	5 543	7 951	8 918	11 917	20 759	10 091
Румунија			5	332	193	97	85	131
Словачка		835	2 607	2 369	1 012	486	540	540
Словенија	366	345	400	547	810	917	649	361

Извор: Anete Pajuste, Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe RTU Riga Business School, 2002, стр.6

Тржишта капитала у Русији су се развијала стихијски. Берзе су се развијале на регионалном принципу за разлику од централизованих берзи у Варшави и Прагу. Највеће регионалне берзе су радиле у Москви, Владивостоку и Ст. Петербургу. Међутим највећи део трговине одвијао се ван берзи. Неформална тржишта акција су почела са радом 1994. Углавном су се котирале акције енергетских фирми, акције неколико банака, телекомуникационих фирми и аутоиндустрије. Главни инвеститори су биле иностране компаније. Тржишна капитализација је процењена на око 500 милиона \$ месечно на почетку 1994. год. Међутим на крају исте године промет на берзама је опао на око 50 милиона \$ месечно као последица политичке ситуације и инфлације.²⁶¹

Када се анализирају приноси на локалним берзанским индексима у девет земаља ЦИЕ и пореде се са другим у протеклих седам година имали су ниже просечне приносе него на развијеним тржиштима. Мађарска је једина која је била близу светском индексу док је Румунија била најгора са негативним месечним повраћајем од -3,8%. Русија је имала индекс као светски 0,66. Ово је у супротности са познатим правилом да је висок ризик повезан са вишим просечним повраћајем.²⁶²

²⁶¹ Anete Pajuste, *Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe, 2002* стр.4

²⁶² Anete Pajuste, *Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe, RTU Riga Business School, 2002, стр.10*

Табела: 24.

Просечан месечни повраћај у процентима

Чешка	- 1,07	Свет	0,66
Естонија	0,00	УС	1,16
Мађарска	0,52	Литванија	-0,14
Латвија	- 0,02	Русија	0,66
Пољска	- 0,50	Европа	0,74
Румунија	- 3,80	Немачка	0,83
Словачка	- 1,79	Словенија	- 0,64

Извор: Anete Pajuste, Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe RTU Riga Business School, 2002

Тржишта ЦИЕ су повезана са повећаним ризиком. Највећи ризик је примећен у Летонији а најнижи у Словачкој. Развијена тржишта су много више интегрисана и имају тенденцију да буду под утицајем светских фактора ризика. Пољска, Мађарска и Чешка имају веома повезана тржишта. Ова тржишта имају такође позитивну корелацију са руским, европским и светским тржиштима. У земљама са затвореним тржиштем за стране инвеститоре као што су Словенија, Словачка и Румунија, она готово искључиво зависе од локалних фактора ризика, политичких и правних, затим промена домаће валуте, промене у трговинском дефициту и девизне резерве. Словеначке, румунске и словачке берзе немају позитивну корелацију са осталим берзама због ниског присуства страних инвеститора, ниске ликвидности и високог значаја локалних фактора ризика.

5.3.1. Регулатива тржишта капитала

Земље ЦИЕ се могу сврстати у неколико група према начину доношења и спровођења прописа на тржишту капитала. Прва група обухвата Пољску и Мађарску које су одабрале строге регулаторне механизме у циљу заштите инвеститора. Румунија спроводи прилично строге прописе на тржишту али је њихово спровођење прилично ограничено због недостатка јасних правила о одговорности и искуства. Чешка и Словачка нису обратиле довољно пажње на регулаторни оквир. У Чешкој су менаџери компанија и ПИФ-ови радили на штету малих акционара. Ситуација је побољшана доношењем закона 1. јануара 2001. када је Чешка увела строже прописе на берзи. Предузете су конкретне оперативне мере за повећање регулације и унапређење техника трговања у циљу заштите законитости и свих учесника у трговини. Чешка се уклапа у Директиве ЕУ и доступност информација и транспарентност чешких предузећа је боља него у другим земљама ЦИЕ. Словачки случај је сличан, али још строжи прописи су ступили на снагу од 01.01.2001. год.

Табела:25.

Legal index

Земље	1994	1996	1998
Чешка	7,50	11,00	12,00
Естонија	9,75	15,50	15,50
Мађарска	10,75	10,75	12,25
Латвија	9,25	9,25	9,25
Литванија	11,75	11,75	11,75
Пољска	13,25	13,25	13,25
Румунија	7,75	7,75	7,75
Словачка	7,00	7,00	7,00
Словенија	12,25	12,25	13,25
Просек	9,92	10,94	11,33

Извор: Anete Pajuste, Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe, RTU Riga Business School, 2002

Земља са највећим степеном правне заштите мањинских акционара у 1998. је била Естонија, затим Пољска, Словенија и Мађарска. Словачка је на самом крају.

Словеначки метод приватизације доделио је велике количине акција запосленима, бившим запосленима и државним јавним фондовима. Велико присуство контроле владе у облику државних контролних фондова у приватизованим корпорацијама је главна препрека за развој нормалног тржишта капитала. Велики државни интерес је заштита тржишта капитала од странаца. Као резултат јавља се одвојеност тржишта капитала од светског и полу-социјалистичка корпоративна структура управљања-запослени и државна контрола.

У Русији су се формирањем агенције за регулацију тржишта капитала створили неопходни услови за контролу трговања преко берзи. Учестали примери разних шпекулација на берзама су били повод за успостављање јаче законске регулативе која уређује права и одговорности свих учесника на тржишту.

Објашњење за пад берзе у ЦИЕ је у повећању концентрације власништва што за последицу има недовољно акција у јавном оптицају. Повећана концентрација власништва значи да компаније имају тешкоће у привлачењу или једноставно не желе да привуку капитал мањинских акционара и решење налазе у банкарским кредитима.

Резултати су показали да су током последњих седам година берзе земаља ЦИЕ донеле инвеститорима ниже приносе него у развијеним тржиштима делом због депресијације домаће валуте. Спровођење финансијских прописа је било веома важно за бољи или лошији рад берзе као и ниво заштите мањинских акционара. Појачани безбедносни прописи стварају услове за привлачење страних инвеститора. Резултати показују да земље које пружају бољу правну заштиту акционара имају и активније трговање акцијама и већу ликвидност. Улога финансијске регулативе и њихово извршење је веома важно. Земље ЦИЕ се све више интегришу у оквиру европског тржишта

капитала.Обзиром да већина земаља настоји да се придружи Европској унији, регулаторни оквир постаје све више у складу са западним стандардима.

5.4. Реструктурирање предузећа

У раним фазама транзиције веровало се да ће она одмах, у почетним фазама аутоматски да доведе до виших нивоа продуктивности и ефикасности тек приватизованих предузећа. Међутим након више од две деценије транзиције може се рећи да приватизација не гарантује побољшане перформансе, барем не у кратком року. Концентрација и консолидација имовине у рукама инсајдера може представљати велику препреку укупном напретку. С друге стране велики део имовине је остао у власништву државе у многим земљама или су власници постали привилеговани тајкуни. У одсуству кохерентног регулаторног оквира масовна приватизација више личи на борбу за прераспodelу економске и политичке моћи него на процес који има дугорочни циљ – повећање продуктивности и ефикасности предузећа и привреде.

Међутим, приватизација неће сама по себи да реши проблем корпоративног управљања. Појам корпоративног управљања у транзиционим економијама још увек није довољно јасан. У најширем смислу корпоративно управљање можемо схватити као систем помоћу ког власници предузећа тј. акционари контролишу менаџмент како би им омогућили што већи профит. Промена у структури власништва мора променити понашање менаџмента и нови власници морају да имају довољно моћи, иницијативе и способности да стварно надзиру управу и усмеравају њихов рад у складу са својим интересима. У том смислу главни циљ приватизације није елиминација државе или друштвене својине, него је, пре свега, спајање нове власничке структуре са ефикасном менаџерском структуром што треба да за резултат да успешно пословање.

Међутим, диверсификована власничка структура као резултат МВП неповољно утиче на корпоративно управљање у земљама ЦИЕ. У САД већина компанија има дисперзовано власништво и многобројни акционари са малим процентуалним учешћем у власништву имају пасивну улогу у управљању. Међутим у САД постоји читав низ механизма који перманентно мери перформансе компанија које се котирају на берзи и утиче на цену њихових акција. Кад цене акција почну да падају власници их продају а нови власници мењају менаџмент који је проузроковао пад акција услед лошег управљања. Међутим у земљама ЦИЕ овакав механизам није довољно ефикасан за контролу менаџмента. У условима неизграђене тржишне инфраструктуре са малим инвеститорима и са младим тржиштима капитала дисперзивно управљање не даје добре резултате. Концентрација власништва путем трансакција на секундарном тржишту капитала је

неопходна ради ефикаснијег корпоративног управљања и иницирања реструктурирања компанија. Ова слабост МВП је отклоњена увођењем инвестиционих фондова у процес приватизације. Фондови су прихватили доминантну улогу у постприватизационом управљању и реструктурирању предузећа. Због ограничења у власништву у једној фирми фондови су у неким земљама прибегавали формирању групе фондова и заједно преузимали већинску контролу над компанијама.

Реструктурирање предузећа је комплексан процес. Врло често је реструктурирање неопходно како би се предузеће ослободило непрофитабилних активности. Могућа је продаја непродуктивних делова, развој нових производа, освајање нових тржишта, увођење нове технологије, промена организационе структуре, смањење броја запослених, усавршавање менаџмента, смањење трошкова, реструктурирање дугова и друге мере које побољшавају ефикасност предузећа. Реструктурирање у приватизованим предузећима могло је бити дефанзивно или стратешко. У неким предузећима спроводило се дефанзивно реструктурирање које подразумева поједностављење пословања и економски напредак у смислу подизања способности да предузеће извршава све своје обавезе. Стратешко реструктурирање омогућава предузећу да преусмери своје напоре у циљу остварења економског раста.²⁶³

Реструктурирање компанија води ка порасту њихове продуктивности и економичности. Продуктивност рада у земљама у транзицији је порасла у периоду 1992-1995. године у просеку 7,2% годишње у приватизованим предузећима а у државним предузећима је у просеку износила – 0,3% годишње.

Табела 26. Пораст продуктивности рада (%), 1992-95.год.

Земље у транзицији	Приватизована предузећа	Предузећа у државној својини
Бугарска	12,4	-1,4
Чешка	8,6	-2,6
Мађарска	6,0	3,2
Пољска	7,5	1,4
Румунија	1,0	-0,5
Словачка	7,8	-4,1
Словенија	7,2	1,8
Просек	7,2	-0,3

Извор: Privatization and Restructuring in Central and Eastern Europe, Gerhard Pohl, Robert Anderson, Stijin Claessens, Simeon Djankov, World Bank Technical Paper NO.368, Washington, str 11

У раду *Gerhard Pohl, Roberta Anderson, Stijina Claessens i Simeona Djankova* који су анализирали промене продуктивности у 6 300 предузећа у седам земаља у транзицији у

²⁶³ *Nichole M. Castater, Privatization as a Means to Societal Transformation: An Empirical Study of Privatization in Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union, University of South Carolina, 2002, str. 32*

периоду од 1992.-1995. год. приметан је раст продуктивних предузећа у готово свим земљама са изузетком Румуније која бележи прилично мали проценат продуктивних предузећа. Највећи број предузећа, чак 73% је продуктивно у Чешкој Републици 1995., док је исте године у Румунији профитабилно свега 24% предузећа.²⁶⁴

У неким земљама попут Русије и Словеније инсајдери су у великом броју предузећа постали већински власници. Већинско власништво инсајдера не омогућава ефикасно управљање предузећем и његово реструктуирање. У тим земљама постоји снажан конфликт између инсајдера и аутсајдера јер су њихови интереси различити у погледу управљања и реструктуирања као и у вези продаје акција. Међутим, контрола и моћ је у рукама инсајдера у свим компанијама у којима они доминирају.

У анализи аутора: *Roman Frydman, Cheryl Gray, Marker Hessel, Andrzej Rapaczynski* посматран је утицај власништва на перформансе предузећа у транзиционим економијама у периоду 1991-1993. год. Предузећа у већинском власништву аутсајдера показала су боље резултате пословања од оних у већинском власништву инсајдера. Аутсајдерска предузећа су смањила стопе запослености и имају значајно повећање продуктивности. Такође су значајно смањила све трошкове пословања.²⁶⁵

Табела 27. Приватизациони ефекти (%)

	Стране компаније	Аутсајдери			Држава	Инсајдери
		Приватизаци- они фондови	Домаће нефинан- сијске компаније	Индивид. власници		
Приход	18,84*	27,09*	8,54**	16,61*	15,88 *	14,51**
Запосленост	7,26*	0,96	3,99	3,10	1,42	10,59*
Приход/радник	8,29**	16,25*	11,20*	19,32	17,61*	- 0,59
Трошкови/приход	-3,16	- 5,23	2,86	- 18,07*	- 5,7**	2,17*

* $p < 0,05$; ** $p < 0,10$ Извор: *Roman Frydman, Cheryl Gray, Marker Hessel, Andrzej Rapaczynski, Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies, Policy Research Working Paper No 1830 WP 97-28 World Bank, 1997*

Веома различити резултати предузећа у којима су власници приватизациони фондови и домаће нефинансијске компаније заслужују пажњу. Предузећа у већинском власништву приватизационих фондова одржавају врло чврсту дисциплину у вези запошљавања и имају најнижу стопу раста запослености. Ова предузећа имају најбржи раст продуктивности и активни су у ревитализацији приватизованих предузећа.

Међутим, најпродуктивнија предузећа у земљама у транзицији су нова предузећа. Нова предузећа су надмашила стара и када је реч о продаји и када је реч о извозу и када је

²⁶⁴ *Gerhard Pohl, Robert Anderson, Stijn Claessens i Simeon Djankov, Privatization and Restructuring in Central and Eastern Europe, Evidence and Policy Options, World Bank Technical Paper No. 368, Finance, Private Sector and Infrastructure Network, Washington, str.6*

²⁶⁵ *Roman Frydman, Cheryl Gray, Marker Hessel, Andrzej Rapaczynski, Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies, Policy Research Working Paper No 1830 WP 97-28 World Bank, 1997, str.25*

реч о инвестицијама и када је реч о запошљавању. Кључ економског раста лежи у садејству старих и нових предузећа. Од кључног значаја је стварање политичког окружења које дисциплинује стара, ниско продуктивна предузећа да ослободе ресурсе и која подстиче високопродуктивна нова предузећа да апсорбује те ресурсе. Предузетништво привредних субјеката је доминантно у свим развијеним тржишним економијама. Преображај социјалистичких економија се управо одвија у правцу јачања предузетништва. Нова мала и средња предузећа са једне стране и функционална, реструктурирана стара предузећа са друге стране су носиоци приватне својине и тржишности привређивања у постсоцијалистичким привредама.

5.5. Страна улагања

Нагли раст страних директних инвестиција у свету посебно је изражен у последње две и по деценије двадесетог века и веома је важан фактор који је утицао на интернационализацију и глобализацију светске привреде. У периоду од 1973. године до 1999. године стране директне инвестиције повећале су се 34 пута. У 1999. години земље Централне и Источне Европе примиле су преко 22 милијарде \$ страних директних инвестиција углавном преко програма приватизације.²⁶⁶

Након краћег периода успоравања, од 2003. године стране директне инвестиције у свету бележе раст, да би у 2005. години достигле вредност од 900 милијарди \$. Након тога настаје прави инвестициони бум и долази до експанзије СДИ. Укупно стање улазних СДИ у свету је на крају 2012. године износило 1.391 милијарду \$. Исте године су укупне излазне СДИ у свету износиле 1.351 милијарду \$.²⁶⁷

Табела 28. Страна директне инвестиције, 2010-2012. (билиони \$)

	Улазне СДИ			Излазне СДИ		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Свет	1409	1652	1351	1505	1678	1391
Развијене земље	696	820	561	1030	1183	909
Земље у развоју	637	735	703	413	422	426
Африка	44	48	50	9	5	14
Азија	401	436	407	284	311	308
Латинска Америка	190	249	244	119	105	103
Океанија	3	2	2	1	1	1
Транзиционе земље	75	96	87	62	73	55

Извор: UNCTAD World Investment Report, 2013, str.13

²⁶⁶ United Nations-Economic Commission Europe: Promoting Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe and the CIS, Trade and investments Guides 3-ECE-TRADE249 Geneva, 2000, str 4

²⁶⁷ UNCTAD World Investment Report, 2013

Удео развијених земаља у укупним светским улазним СДИ у 2012. години износио је 41,5%, земаља у развоју 52% и транзиционих земаља 6,5%. Учешће развијених земаља у укупним светским излазним СДИ је износило 65,4%, земаља у развоју 30,6% и транзиционих земаља 4%.²⁶⁸

Директна страна улагања која стварају нову производњу и имовину, односно *greenfield* инвестиције су биле веома мало заступљене у земљама у транзицији. Више је био заступљен у земљама у транзицији други облик директних улагања *merger/acquisition* или *brownfield* инвестиције. Суштина овакве врсте директних страних улагања је куповина постојећих постројења и предузећа. Овом облику страних улагања припадају и заједничка улагања *joint ventures* која су веома заступљена у земљама у транзицији, као и директна страна улагања настала приватизацијом.

Већина влада држава које су као доминантан модел приватизације имале масовну ваучерску приватизацију није очекивала велико интересовање страних инвеститора у почетној фази приватизације. С друге стране постојали су и јаки идеолошки отпори према страним инвеститорима од стране запослених и менаџера. У постприватизационој фази расте интересовање страних инвеститора за улагања у земље ЦИЕ. Приватизација у овим земљама има посебно важну улогу у привлачењу страних инвеститора јер су то сигурни знаци да се владе држава дефинитивно окрећу приватном сектору. Истовремено, прилив страног капитала је био знак да расте поверење у земље у транзицији које су интензивно спроводиле процес приватизације.

Једна од важних функција инвестиционих фондова је продаја акција предузећа страним инвеститорима Међутим, у пракси и поред очекивања то није ишло тако лако. Мали број странаца је био заинтересован да купује акције постојећих компанија. Инвеститори су морали да преговарају са више фондова како би постали већински власници. У почетним годинама транзиције улагање страног капитала у земље ЦИЕ је још увек било ризично због нестабилних услова привређивања. Поред економског ризика постојао је и политички ризик у овим земљама који је битно утицао на одлуке светских компанија о улагању капитала.

Највише капитала у транзиционе земље ЦИЕ долази из развијених тржишних економија Западне Европе чије инвестиције чине 65-80% укупних улазних инвестиција. Међу њима највећи инвеститори су Немачка, Холандија, Аустрија, Француска, Велика Британија и Италија. Од осталих земаља највећи инвеститор је САД чије инвестиције у 1999. години у укупним инвестицијама ових земаља учествује са 16%.²⁶⁹

²⁶⁸ UNCTAD *World Investment Report, 2013*

²⁶⁹ UNCTAD, *World Investment Report, 2000, STR. 66-67.*

Улазне СДИ су биле веома скромне на почетку транзиције. Током 1990. и 1992. год. оне су биле на прилично ниском нивоу у свим земљама изузев Мађарске. У периоду од 1990. до 1994. год. у Мађарску се слило скоро 6 милијарди \$ СДИ. У наредном периоду долази до повећања страних инвестиција готово у свим земљама. У 1995. долази до драстичног повећања инвестиција у Чешкој, Мађарској, Пољској, Словачкој и Русији. У 1998. долази до драстичног пада СДИ у Русији због кризе.²⁷⁰

Табела 29. Улазне СДИ у појединим транзиционим земљама (у милион. \$)

Земље	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Укупно
Бугарска	4	56	42	40	105	90	109	490	535	825	2296
Чехословачка	165	604	1103	-	-	-	-	-	-	-	1872
Чешка	-	-	-	653	868	2562	1428	1301	3716	6330	16858
Мађарска	554	1470	1477	2443	1143	5103	3300	4167	3335	3312	26304
Пољска	88	359	678	1715	1875	3659	4498	4908	6398	7271	31449
Румунија	0	40	77	94	341	419	263	1215	2031	1027	5507
Русија	-	-	1161	1211	690	2066	2579	4865	2761	3309	18642
Словачка	-	-	-	179	255	2587	370	231	707	429	4758
Словенија	-	-	111	113	116	152	173	333	218	106	1322
БИХ	-	-	-	-	-	-	-	-	67	177	244
Југославија	71	184	-	-	-	-	-	-	-	-	255
Срб.и Ц.Гора	-	-	126	96	63	45	0	740	113	112	1295

Извор: UNCTAD *Inward and outward foreign direct investment flows, annual, 1970-2011*

Законодавства појединих држава су мање или више ограничавала улазак страних директних инвестиција. Изузетак је била Мађарска која је дозвољавала потпуно страно улагање. У Мађарској је донет Закон о инвестицијама по коме је странцима омогућено да могу да поседују и до 100% власништва предузећа. У исто време је донет Закон о приватизацији који ограничава власништво запослених на 25%. Просечан део приватизованих предузећа са страним учешћем у периоду 1990-1998. год. је највеће у Мађарској 74,2%, значајно ниже у Пољској 12,3% и Чешкој 23,1%. До краја 2003. путем страних директних улагања у Мађарску привреду ушло је око 38 милијарди \$ јер је она постала атрактивна за стране инвеститоре због стабилне ситуације и сигурности.²⁷¹

У Чехословачкој већина страних инвестиција се односи на преузимање већ приватизованих предузећа. Страни инвеститор оснива фонд или више фондова и купује акције предузећа у којима жели да има контролни пакет од домаћих ваучерских фондова. У периоду 1992- 2003. у привреду Чешке странци су уложили укупно преко 40 милијарди \$. Предузећа са страним власништвом запошљавају трећину запослених у привреди, учествују са 50% у обиму производње а у извозу учествују са 70%. Страни инвеститори су

²⁷⁰ UNCTAD *Inward and outward foreign direct investment flows, annual, 1970-2011*

²⁷¹ Jelić Ranko, Richard Briston, Wolfgang Aussenegg, *The choice of privatization method and the financial performance of newly privatized firms in transition economies, Journal of Business & Accounting, 2003, str. 17*

посебно добро профитирали 1994. када су цене акција на берзама драстично пале, јер су многи власници у недостатку капитала продавали акције по нереално ниским ценама. У периоду 1992-2003. у привреду Словачке уложено је 10,5 милијарди \$, највише у индустријску производњу, банкарство, дистрибуцију струје и плина.²⁷²

Основни метод за привлачење страног капитала у Пољској била су пореска ослобађања у трајању од чак 20 година. Са аспекта страних улагања најзначајнији је порез на добит корпорација. Порез на добит корпорација је у Пољској износио 40% да би се 2003. године смањио на 23%. У време транзиције пољске економије СДИ су учествовале са преко 55 милијарди \$ у периоду од 1989. до 2003. године.²⁷³

Русија је предузела низ активности за поспешивање страних улагања. Стране инвестиције у Русији не подлежу национализацији и не могу бити подвргнуте конфискацији осим у случајевима предвиђеним законом али уз адекватну исплату штете. Страним улагачима после уплате пореза гарантује се слободан трансфер капитала у иностранство. Међутим пореска политика није стимулативна за стране инвеститоре. Енергетски сектор је област у којој су уложене милијарде долара иностраног капитала. У руску привреду у периоду од 1990-2003. ушло је укупно 35 милијарди \$ СДИ што није очекивани обим обзиром на величину земље.²⁷⁴

Као један од важних задатака у процесу транзиције влада у Румунији је зацртала отварање земље према светском тржишту и привлачење страног капитала. У том циљу је донет Закон о страним инвестицијама којим се регулише ова област. Влада може да одобри посебне повластице за инвестиције страних лица. У зависности од домена улагања страни улагач остварује и пореске олакшице и ослобођења. У периоду 1991-2005.год. у привреду Румуније инвестирано је 17,4 милијарди \$.²⁷⁵

У периоду 1990 - 2003. године у привредне капацитете Бугарске слило се укупно 6 445 милиона \$ страних инвестиција. До краја јуна 2002. године страни инвеститори су учествовали у 157 приватизационих процеса. У укупним СДИ страна улагања која су резултат приватизације учествују са преко 30% а остало су *greenfield* инвестиције и улагања у предузећа са страним учешћем. Смањен је порез на добит корпорација на 19,5%

²⁷² *National balance of payments statistics, IMF, Balance of Payments statistics and IMF country studies, UNICE secretarijat estimates, UNICE secretarijat estimates, 2004, str. 95*

²⁷³ *National balance of payments statistics, IMF, Balance of Payments statistics and IMF country studies, UNICE secretarijat estimates, 2004, str. 95*

²⁷⁴ *National balance of payments statistics, IMF, Balance of Payments statistics and IMF country studies, UNICE secretarijat estimates, UNICE secretarijat estimates, 2004, str. 95*

²⁷⁵ *National balance of payments statistics, IMF, Balance of Payments statistics and IMF country studies, UNICE secretarijat estimates, UNICE secretarijat estimates, 2004, str. 95*

што је стимулативно у односу на земље у региону. У 2004. години СДИ су достигле 2,5 милијарде \$ и имају тенденцију раста.²⁷⁶

Страна улагања у Словенији су била строго контролисана. Самим тим што је на основу Закона о трансформацији предузећа већински део предузећа припао запосленима а само 40% је намењено за продају, у старту је онемогућено страним инвеститорима да купе већински пакет акција. Ако томе додамо мало словеначко тржиште и ратна дешавања на територији бивших СФРЈ, не изненађује податак да је у периоду 1992-1997. год. у Словенију ушла свега 1 милијарда \$ СДИ.²⁷⁷

Страна улагања у БиХ у периоду 1994-1997. износила су укупно 83,3 милиона конвертибилних марака. Од 1998. год. прилив СДИ је бележио раст, те је до краја 2005. ушло укупно 3,7 милијарде конвертибилних марака. Половина страних улагања била је усмерена у производњу, шестина у банкарство, а остали део на развој терцијалних делатности. Клима за страна улагања је и поред видног помака и даље неповољна, што се огледа у административним препрекама и политичкој несигурности.²⁷⁸

Позитиван утицај директних страних инвестиција у земљама у транзицији се остварује у индустрији, трговини и осталим услугама а поготову у трансферу нових технологија. Постоји позитивна корелација између страног инвестирања и финансијских перформанси приватизованих предузећа. Истраживања су показала да су у земљама ЦИЕ приватизована предузећа успешнија од оних у државном власништву. При томе предузећа у којима су већински власници страни инвеститори су забележила много веће стопе раста продуктивности, инвестиција и већу стопу повраћаја капитала. Предузећа која су продата страним власницима имају повећану продуктивност 37 до 50% у односу на период пре приватизације.²⁷⁹

5.5.1. Приватизација као предуслов већих страних улагања

Процес приватизације је један од начина да инострани капитал на корпоративној основи преко директних страних улагања уђе у земљу. Аутсајдерска приватизација има за полазиште идеју да је оздрављење привреде могуће само уз прилив свежег капитала. Због недостатка домаће акумулације страни инвеститори у транзиционим земљама су најчешће једини у могућности да унесу ову финансијску инекцију и оживе предузећа.

²⁷⁶ *National balance of payments statistics, IMF, Balance of Payments statistics and IMF country studies, UNICE secretarijat estimates, UNICE secretarijat estimates, 2004, str.95*

²⁷⁷ *Небојша Медојевић, Масовна ваучерска приватизација, ЦИД Подгорица, 1999, стр. 43*

²⁷⁸ *Министарство за вањску трговину и економске односе БиХ*

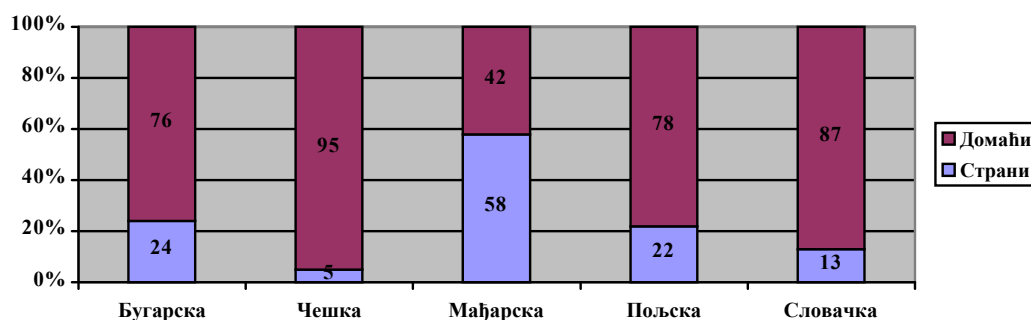
²⁷⁹ *David Brown, John S Earle and Almos Teelegdy, Does Privatization Raise Productivity? Evidence from Comprehensive Panel Data on Manufacturing Firms in Hungary, Romania, Russia and Ukraine, Upjohn Institute Staff Working Paper 04-107, 2004.str. 45*

Приватизована предузећа у свету представљају значајан део укупне светске инвестиције. Укупна тржишна вредност приватизованих предузећа достигла је 3,5 трилиона \$ у 2000. години што представља око 10% од укупне светске тржишне капитализације. Многе од ових приватизација се односе на приватизације у ЦИЕ.²⁸⁰

У програму масовне ваучерске приватизације у првој фази није се рачунало на стране инвеститоре већ је програм био усмерен у потпуности ка домаћем становништву. У неким земљама је постојао и јак отпор према иностраним инвеститорима. Тек у пост-приватизационој фази створили су се услови и расте интерес страних инвеститора за улагање у земље ЦИЕ.

Процес приватизације је један од најважнијих услова за улазак СДИ у економије земаља у транзицији. Земље које су у процесу приватизације најдаље отишле Запад оцењује као привлачније за ангажовање свог капитала. Тезу о постојању чврсте везе између доласка страног капитала и процеса трансформације друштвеног и економског система потврђује податак да је концентрација највећих страних инвестиција остварена у земљама које су успешно извршиле транзицију својих привреда, Мађарској, Пољској, Чешкој и Русији. У 1996. год. у ове четири земље ушло је 75,86% од укупног капитала који је инвестиран у земље у транзицији.²⁸¹

Графикон 35. Извори прихода од приватизације крајем 1995. у %



Извор: Gerhard Pohl, Robert Anderson, Stijin Claessens i Simeon Djankov, *Privatization and Restructuring in Central and Eastern Europe, Evidence and Policy Options*, World Bank Technical Paper No. 368, Finance, Private Sector and Infrastructure Network, Washington

Улога страног приватног капитала у земљама у транзицији расла је сразмерно брзини којом су оне остваривале трансформацију и реформу ка тржишној привреди и постизале одређени степен стабилизације и економског раста. Од око 104 милијарде \$ прилива СДИ у овим земљама у периоду 1989-99. године око 55% се односи на пет земаља

²⁸⁰ Jelić Ranko, Richard Briston, Wolfgang Aussenegg, *The choice of privatization method and the financial performance of newly privatized firms in transition economies*, *Journal of Business & Accounting*, 2003, str.4

²⁸¹ OECD, *Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe: Policies and Trends in Fourteen Economies in Transition*, Paris, 1992, str.77

које су највише напредовале у транзицији: Чешка, Естонија, Мађарска, Пољска и Словенија. Пољска је апсорбовала највећи део, чак 20% овог износа.²⁸²

Страни инвеститори који су инвестирали у Пољску, Мађарску и Чешку за три године од момента инвестирања имали су просечан позитиван повраћај од куповине 144% у Пољској, 81% у Мађарској, 60% у Чешкој.²⁸³ Страни инвеститори су нарочито били заинтересовани за инвестирање у банкарски сектор. Преузимањем државних банака или отварањем нових банака страни инвеститори су постали власници 90% банака у Словачкој, 89% у Мађарској, 88% у Чешкој, 68% у Пољској, 92% у Албанији, 91% у БиХ, 91% у Хрватској, 82% у Румунији, 78% у Бугарској, Србији 75,5%. Једино у Словенији имају мањинско учешће од 34%.²⁸⁴

У току процеса транзиције у многим земљама је било пуно фактора који су негативно утицали на прилив СДИ. Дуго трајање транзиционе рецесије, незадовољавајући макроекономски амбијент, недовољна либерализација законске регулативе, неадекватна пословна инфраструктура, нестабилна политичка ситуација утицали су на врло скромна страна улагања. Неопходно је било да државе донесу прописе којим стварају профитабилне економске и стабилне правне услове за стране инвестиције уз висок степен гаранција и заштитних механизма за стране улагаче.

Табела 30. Стране директне инвестиције у земљама у транзицији (милиони \$)

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Улазне СДИ	33.612	62.585	93.371	121.429	72.750	75.056	96.290	87.382
Излазне СДИ	19.422	30.573	51.596	60.591	48.369	61.872	72.880	55.491

Извор: UNCTAD World Investment Report, 2013

У постсоцијалистичким земљама након завршеног процеса транзиције у периоду од 2005. до 2008. год. долази до раста улазних СДИ у просеку по 30 милијарди \$ годишње. Финансијска криза је смањила износ страних директних инвестиција за чак 41%. Излазне стране директне инвестиције из земаља у транзицији су расле све до светске економске кризе, услед чега је дошло до њиховог смањења, да би у 2010. год. поново дошло до повећања када су достигле цифру од 60 милијарди \$.²⁸⁵

Највише се инвестирало у Русију, 2007. године 56 996 милиона \$, 2008. године чак 74 783 милиона \$, 2011. године 55084 милиона \$ и 2012. године 51 416 милиона \$. Међутим

²⁸² Grezegorz W.Kolodko, *Globalization and Catching-up: From Recession to Growth in Transition Economies*, International Monetary Fund, Research Department, 2000., str.23

²⁸³ Jelić Ranko, Richard Briston, Wolfgang Aussenegg, *The choice of privatization method and the financial performance of newly privatized firms in transition economies*, Journal of Business & Accounting, 2003, str.5

²⁸⁴ Guter Deuber, Gleb Shpilevoy, *CEE Banking Sector Report, 2012*, str.8

²⁸⁵ UNCTAD World Investment Report, 2013, Annex Tables

и излазне стране инвестиције су биле највеће у Русији. Наиме, 2011. године су износиле 66 851 милион \$ а 2012. године 51 058 милиона \$.²⁸⁶

Табела 31. Улазне стране директне инвестиције у милионима. \$

Земље	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012
Бугарска	808	922	2089	3397	3920	7805	12389	9855	3385	1525	1827	1899
Чешка	5641	8482	2103	4974	11653	5463	10444	6451	2927	6141	2317	10592
Мађарска	3936	2994	2137	4265	7709	6817	3951	6325	1995	2163	5757	13469
Пољска	5701	4123	4588	12874	10293	19603	23561	14839	12932	13876	18911	3356
Румунија	1158	1141	2196	6436	6483	11367	9922	13908	4844	2940	2523	2242
Словачка	2275	5865	2976	4029	3109	5803	4017	4868	-6,1	1770	2143	2826
Русија	2748	3474	7929	15403	15508	37595	56996	74783	36583	43168	55084	51416
Словенија	369	1621	305	826	588	644	1514	1947	-652	359	999	145
БИХ	119	265	381	511	351	555	1818	1024	149	324	380	633
Ц.Гора	-	72	49	65	501	622	934	960	1527	760	558	609
Хрватска	1313	1071	1989	1179	1825	3468	5041	6219	3339	432	1502	1251
Македон.	447	106	113	324	96	433	693	586	201	212	468	135
Србија	177	491	1467	958	1577	4256	3440	2955	1959	1329	2709	352

Извор: UNCTAD World Investment Report, 2013

Искуство је показало да је процес приватизације најзначајнији фактор уласка страних директних инвестиција у транзиционе економије. Истовремено, оно нас подсећа на значај тезе о постојању тесне везе између долска страног капитала и процеса приватизације, при чему један процес подстиче други.

РЕЗИМЕ

У земљама у транзицији инвестициони фондови функционишу под другачијим околностима и сусрећу се са многим проблемима и изазовима каквих нема на развијеном тржишту. У овим земљама фондови су били један од главних стубова приватизације. ПИФ-ови су представљали мешавину инвестиционих фондова и холдинг компанија. Као део механизма за реализацију програма приватизације фондови су углавном развијени у земљама одређеним за масовну ваучерску приватизацију са улогом да олакшају и убрзају овај процес.

Масовна ваучерска приватизација, која је примењена у готово свим земљама, испунила је основно очекивање: брзу приватизацију преко ваучера укључујући широки слој становништва на транспарентан и правичан начин. Улога ПИФ-ова је била да у току

²⁸⁶ UNCTAD World Investment Report, 2013, Annex Tables

приватизације прикупљају ваучере од малих акционара, ојачају корпоративно управљање и изврше реструктурирање предузећа.

Иако су резултати њиховог рада различити у појединим земљама и мада се од њих више очекивало они су потпомогли и интензивирали овај процес, извршили концентрацију власништва, реструктурирали предузећа и подигли њихове перформансе на виши ниво. Упркос свим пропустима они су допринели побољшању корпоративног управљања и посредно јер су формирали свест о томе да само акције успешних предузећа, којима се добро управља могу имати раст цена. Масовна ваучерска приватизација је утицала и на стварање и развој тржишта капитала у овим земљама. С друге стране развој тржишта капитала је од значаја за постприватизационо реструктурирање предузећа, промене у структури капитала и власништва предузећа, привлачење страних инвеститора.

Процес приватизације је је од посебног значаја за привлачење страних директних инвестиција. Велики део овог прилива потиче управо од приватизације предузећа. Кумулативна директна страна улагања у тесној су вези са кумулативним приходом од приватизације. Постоји јасна корелација и између страних директних инвестиција и индекса економске либерализације јер су страна улагања била већа у оним земљама које су побољшале економску политику и укупно пословно окружење.

Табела 32. Стране директне инвестиције, приход од приватизације и ЕБРД индекси у појединим транзиционим земљама на крају 1999.год.

Земље	Стране директне инвестиције (1990-1999) милион.\$	Приход од приватизације (кумулатив., % БДП)	ЕБРД индекс либерализације цена	ЕБРД индекс либерализације трговине и извоза	ЕБРД индекс управљања и реструктурирања предуз.	ЕБРД индекс политике конкуренције
Б и Х	244	-	3	2,7	1,7	1,0
Бугарска	2296	8,7	3	4,3	2,3	2,3
Чешка	16858	9,1	3	4,3	3,0	3,0
Мађарска	26304	13	3,3	4,3	3,3	3,0
Пољска	31449	7,7	3,3	4,3	3,0	3,0
Румунија	5507	7,7	3,0	4,0	2,0	2,3
Русија	18642	3,6	2,7	2,3	1,7	2,3
Словачка	4758	11	3,0	4,3	3,0	3,0
Словенија	1322	2,5	3,3	4,3	2,7	2,3

Извор: Transition report 2 000, European Bank for Reconstruction and Development
UNCTAD Inward and outward foreign direct investment flows, annual, 1970-2011

Пољска и Мађарска имале су највеће стране директне инвестиције и висок приход од приватизације, али су им и сви ЕБРД индекси највиши у групи. То недвосмислено указује да су земље са јаким реформама привлачније страним инвеститорима јер је то знак поверења у прелазак на тржишну привреду. Земље које су у процесу приватизације отишле најдаље најпривлачније су за ангажовање страног капитала.

6. УЧЕШЋЕ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА У ПРОЦЕСУ

ПРИВАТИЗАЦИЈЕ У ЗЕМЉАМА ЦЕНТРАЛНЕ И ИСТОЧНЕ ВРОПЕ

Осамдесетих година 20. века отпочео је процес приватизације. Распросто се на све бивше социјалистичке земље и на многе земље у развоју. Нису му одолеле ни најразвијеније државе планете. Тешко је наћи државу која није кренула у неки облик приватизације. Време је показало да је социјалистички друштвени систем контраверзан, јер је немогуће организовати економски ефикасно и демократско друштво у одсуству приватне својине и слободног тржишта. Социјалистичка привреда се показала као нерационална, расипничка и превише бирократизована. У социјализму власт се определила да нико не буде незапослен. Као резултат пуне запослености плате су биле ниске а мобилност и слобода запослених никакве. Запослени се претварао да ради а држава се претварала да га плаћа. Ова истрошена шала остаје до дана данашњег једини научни опис реалног социјализма.²⁸⁷

Суочене са чињеницом да је централнопланска привреда један од најважнијих узрока неефикасности њихове привреде, социјалистичке земље Централне и Источне Европе и земље бившег СССР кренуле су у промене са циљем изградње тржишног привредног система. Институционалне промене су подразумевале промену устава, закона, промену пореског и рачуноводственог система, реформу државних институција, развој финансијског тржишта и тржишта радне снаге и робе. Да би промене заживеле неопходно је било успоставити макроекономску стабилизацију и финансијску дисциплину, либерализовати цене, извршити рекапитализацију банака, реструктурирање привреде, приватизацију. Ове промене представљају трансформацију система планске привреде у систем тржишне привреде.

Својинска реформа представља приватизацију постојећих предузећа и увођење нових који својим развојем убрзавају процес транзиције. Без приватне својине и механизма слободног тржишта није могуће створити ефикасну привреду јер она појачава степен конкуренције на тржишту те немилосрдно дисциплинује све учеснике. Искуство је показало да јасна својинска структура, државна или приватна, са већим учешћем ове друге, представља природни амбијент и предуслов функционисања ефикасног финансијског тржишта. У свим социјалистичким земљама утицај државе на привредни систем је био

²⁸⁷ *Gi Sorman, Велика транзиција, Издавачка књижарница Зорана Стојановића, Сремски Карловци, Нови Сад, 1997*

пренаглашен, односно држава је посредно управљала привредним процесом. Учешће државног сектора је средином осамдесетих година било највеће у Чехословачкој готово 98%, затим у Совјетском Савезу 96%, Пољској 81,7%, Мађарској 65,2%.²⁸⁸

У многим транзиционим економијама инвестиционим фондовима је додељена важна улога током фазе масовне приватизације као и у пост приватизационом периоду развоја финансијских институција и тржишта капитала. Они су великим делом помогли и убрзали процес масовне приватизације и допринели постигнутим резултатима који су различити у појединим земљама.

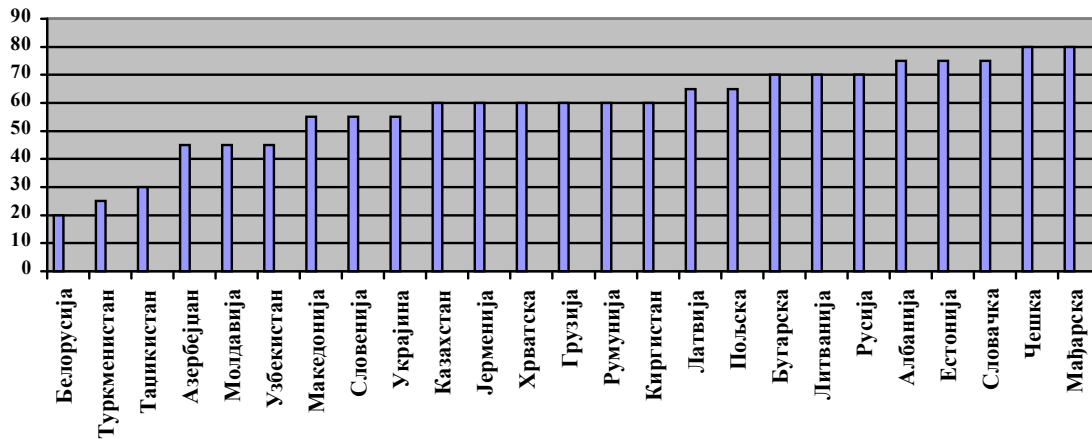
6.1. Искуства транзиционих привреда

Двадесети век је обележен једним значајним експериментом – преласком из социјалистичке у тржишну економију. Добитник Нобелове награде за економске науке, амерички научник *Kenet Erou* транзицију бивших социјалистичких земаља назвао је револуцијом попут оне која је укидала феудализам и успостављала капиталистички друштвени поредак. Убрзана транзиција у тржишним економијама донела је како позитивна тако и негативна искуства. Моћне светске финансијске институције и водеће економски развијене земље захтевале су од постсоцијалистичких земаља поред приватизације и финансијску консолидацију, монетарну и фискалну реформу и тржишну либерализацију. Либерализација, стабилизација и приватизација су постављене као три основна начела реформи од стране Светске банке и ИМФ.

Процес транзиције у земљама Централне и Источне Европе и земљама бившег Совјетског Савеза почео је 90-их година са претпоставком да се привреда на најбржи могући начин трансформише у тржишну економију. Сам процес транзиције из социјалистичких привреда у тржишну значи прелазак са државне или друштвене својине, самоуправног-централистичког планирања и бирократске управе у приватну својину, слободно тржиште и самостално предузетништво. Овај процес се одвијао у мање – више различитим околностима при чему су резултати зависили од тренутног стања привреде и метода за власничко трансформисање. Транзиција се није увек одвијала успешно због објективних и субјективних препрека које су је пратиле. Међутим, без обзира на то до ког стадијума је стигла у појединим земљама она је прешла границу са које се може вратити натраг и постала неповратан процес.

²⁸⁸ Анђелко Лојпур, Момир Драгашевић, Драгољуб Јанковић, *Разумевање приватизације, Службени лист републике Црне Горе, Подгорица 1999, стр.14*

Графикон 36. Удео приватног сектора у БДП (%), 1999.год.



Извор: *Transition Report 2000, EBRD*

Успешније транзиционе економије достигле су удео приватног сектора у БДП у 1999. год. преко 60%, док неке земље попут Мађарске и Чешке и до 80%. Занимљиво је да је Словенија имала само 55% удео приватног сектора у БДП, док су у исто време мање развијене земље попут Бугарске, Румуније и Албаније имале веће учешће.²⁸⁹

Искуства показују да су се земље у транзицији најчешће опредељивале за скуп различитих метода приватизације у настојању да остваре што боље резултате. Међутим, о оствареним успесима у поступку транзиције може се говорити само делимично. Граничне земље попут Чешке, Пољске, Словачке, Мађарске, Словеније, Естоније, Литваније и Латве су постигле изванредан успех и значајно повећале спољнотрговински промет са ЕУ. Њихов успех се објашњава њиховим географским положајем и приливом страног капитала. Остале земље се не могу похвалити великим успехом. Напротив, дошло је до повећања незапослености, сиромаштва и неједнакости. Убрзана приватизација, на којој се инсистирало, довела је у многим земљама до акумулирања великог богатства код појединаца. Чврста финансијска политика и либерализација, заједно са приватизацијом, нису успеле да покрену економски раст у већини држава.

Водећи економиста Светске банке, *Joseph Stiglitz*, сматра да су лоши резултати транзиције директна последица погрешног схватања тржишних реформи. Приватизација, по њему, није сама себи циљ већ је она средство за постизање много већих циљева: развој предузетништва, стицање нових знања, увођење нових технологија, иновативност,

²⁸⁹ Jan Winięcki, *The role of the new, Entrepreneurial private sector in transition and economic performance in light of the successes in Poland, the Czech Republic and Hungary*, Bank of Finland, Institute for Economics in Transition, BOFIT, Helsinki, 2001, str. 3

ретруктурирање предузећа и продају ревитализованих предузећа. Показало се да трансфер власништва из друштвеног у приватно није кључ успеха и није довољан генератор економског побољшања. Приватизација је само један од чиниоца који омогућава укупан развој.

6.1.1. Чешка и Словачка република у процесу приватизације

Процес масовне приватизације у Чехословачкој покренут је априла 1991. године у релативно стабилном макро-економском амбијенту. Буџетски дефицит је био мали, свега 0,6 % бруто домаћег производа, за разлику од Мађарске у којој је износио 3,8% а у Пољској 3% бруто домаћег производа. Инфлација је сведена на 12%. У време покретања приватизације Чехословачка је била једна од најцентрализованијих привреда са 98% државног власништва. Број запослених у приватном сектору је износио свега 16%. Чехословачки политичари и лидери били су упознати са традиционалним техникама приватизације (директна продаја и јавни тендери), али су брзо закључили да такви програми нису примењљиви у Чехословачкој и одлучили да покрену програм масовне приватизације, коришћењем традиционалних техника приватизације само маргинално.²⁹⁰

Табела 33. Удео приватног сектора у Чешкој Републици

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
БДП генерише у приватном сектору (%)	12	17	28	45	56	64	74

Извор: Marko Simoneti, Saul Estrin, Andreja Bohm, The Governance of Privatisation, Experiences of the Czech Republic, Poland and Slovenia, Edward Elgar Publishing, Massachusetts, 1999, cmp7

Влада је имала неколико циљева. Најочигледнији је био да се преузму предузећа из државних руку. Такође за владу је било важно да спречи да страни капитал доминира процесом приватизације и да највредније компаније заврше у власништву странаца. Сматрало се да је у циљу стварања ефикасног тржишта неопходно критичну масу предузећа приватизовати у једном потезу. У пракси то значи да су фирме приватизоване на основу њихове књиговодствене вредности а не по тржишним ценама.

Приватизацију у Чешкој и Словачкој карактерише могућност свих грађана да се укључе у процес приватизације путем веучера. Најпре је 1990. год. покренута тзв. мала приватизација малог бизниса - ресторана, продавница, путем јавне лицитације или давањем у закуп. У јулу 1991. год. министарство за приватизацију објавило је списак предузећа које треба приватизовати. Предузећа су била подељена у две групе или таласа. Већина предузећа се трансформисала у акционарска друштва. Менаџери предузећа били су у

²⁹⁰ *Jezek Tomas, The Czechoslovak experience with privatization, Journal of International Affairs, Vol.50/No 2, 1997, str.477*

обавези да доставе планове приватизације. Министарство приватизације је добило 23607 планова за 4338 предузећа.²⁹¹

Цела одобрена приватизација износила је 896 милијарди чешких круна што је представљало 80-90% државне имовине.²⁹² Влада је одредила 943 акционарска друштва номиналне вредности 201 мил КЦС (7млрд.\$) за први талас приватизације. Заправо је одобрено 216,7 милијрди КЦС али су нека предузећа морала да сачекају други талас приватизације. Словачка је обезбедила 85 милијарди КЦС укључујући 487 акционарска друштва. Укупна нето вредност имовине одређена за први талас ваучерске приватизације износио је око 300 мил КЦС (11 милијарди \$).²⁹³ Први талас масовне приватизације, који је спроведен пре поделе Чехословачке, почео је крајем 1991. а завршен је средином 1993. док је други почео у јануару 1994. а завршио се у октобру исте године. У првом таласу је коначно учествовало 1491 предузеће (992 у Чешкој и 499 у Словачкој) и 861 у другом (од тога 185 из првог таласа).²⁹⁴

Табела: 34. Предузећа, вредност приватизоване имовине и ПИФ-ови

	Први талас	Други талас
Број предузећа у шеми	1491 (992 у Чешкој и 499 у Словачкој)	861 (676 нових, 185 из првог таласа)
Вредност приватизоване имовине	299,4 млрд КЦС	155,0 млрд. КЦС (130,6 нова и 24,4 из првог таласа)
Број приватизационих инвест. фондова	437 (268 у Чешкој и 169 у Словачкој)	196 (63 нова, 133 постојећа)

Извор: *Iraj Hshi, Mass Privatisation and Corporate Governance in Cyech Republic, Staffordshire Universitz, UK, 1997*

Сви пунолетни грађани су могли да купе ваучерску књижицу која је садржала 1 000 инвестиционих поена по минималној накнади од 1 035 ЦЗК, што је у то време било око 1/5 просечне месечне плате. Свака ваучерска књижица односила се на око 35 000 ЦЗК књиговодствене вредности у првом таласу и 25 000 у другом таласу.²⁹⁵

До 1995., за само четири године 70% предузећа је приватизовано у два таласа. Око 8,56 милиона грађана учествовало је у приватизацији купујући акције у 1491 предузећу у првом таласу и 6,2 милонa грађана купујући акције у 861 предузећу у другом таласу. Обзиром да је око 80% грађана узело ваучере појављује се проблем дисперзије власништва. Зато је влада допустила приватизационим фондовима да учествују у приватизацији тако

²⁹¹ Sarah Armstrong, Senior Thesis, *Vaucher Privatization in thr Czech Republic, 2002, str.4*

²⁹² Malgorzata Antczak, *Incom from the Privatisation of State Enterprises in Polandddd, Hungary and the Czech Republic in 1991-1994, Center for Social &Economic Research, Warsaw, 1996, str 22*

²⁹³ Radek Laštovačka, Anton Marcinčin, Michal Mejstrik, *Privatization and Opening the Capital Markets in the Czech and Slovak Republic, CERGE-EI Vorkins Paper Series No 54, Karlov univerzitet u Pragu, 2010, str.9*

²⁹⁴ Stijin Claessens, Simeon Djankov, Gerhard Pohl, *Ownership and Corporate Governance. Evidence from the Cyech Republic, World Bank Policy Research Working Paper No.1737, 1997, str.2*

²⁹⁵ Pavel Mertlik, *A Case study: The Czech Privatization and Subsequent structural changes in capital ownwrship and property rights, Economic Survey of Europe, Economic Commission for Europe Geneva, New York and Geneva, 1998, str. 104*

што ће им грађани пренети своје ваучер поене. Два основна циља која су постављена пред ПИФ-ове су реструктурирање приватизованих фирми и стварање активног тржишта капитала.²⁹⁶ Фондови су били акционарска друштва која су оснивале и чијим су пословањем управљале инвестиционе компаније. Државне банке су биле најактивнији учесници оснивајући своје инвестиционе компаније које су затим оснивале фондове. Неке инвестиционе компаније су оснивале више од једног инвестиционог фонда. Тако је највећих 13 инвестиционих компанија основало 71 фонд у првом таласу: *Agrobanka* 17 фондова, *Slovenska investicioni* 13, *Pravni investicioni a.s* 12, *Harvard Capital and Consulting* 8, *Slovenska pojistovna* 6, *Slovenska sporitelna – VSZ Košice* 4, *Prvi investicioni fond* 4, *Creditanstalt* 2 итд.²⁹⁷

Одмах после првог таласа приватизације фондови постају главни актери у програму приватизације. У првом таласу ПИФ-ови су били затворени али у другом таласу многи од њих су функционисали у форми трустова. Фондови нису могли држати више од 20% акција појединачног предузећа и акције било ког предузећа нису могле чинити више од 10% вредности њиховог портфеља. Број регистрованих ПИФ-ова се са 437 у првом таласу приватизације, повећао на 633. Већина компанија се у другом таласу приватизације определила за *unit trusts* те их је основано 158.²⁹⁸ Фондови су имали веома важну улогу у оба таласа приватизације. Грађани су били недовољно информисани о акцијама и ваучерима као и о пословању предузећа те су у већем броју поверили своје ваучере фондовима. Тако је од укупног броја ваучера 72% отишло фондовима на крају првог таласа, односно 64% на крају другог таласа приватизације.

Табела 35. *Ваучери у два таласа приватизације*

	Први талас	Други талас
Број расположивих ваучера	8 560 мил.	6.160 мил.
Удео у укупном броју ваучера које су директно искористили имаоци	28%	36%
Удео у укупном броју ваучера поверених фондовима	72%	64%

Извор: Iraj Hshi, *Mass Privatisation and Corporate Governance in Czech Republic*, Staffordshire University, UK, 1997

²⁹⁶ Radek Laštovačka, Anton Marcinič, Michal Mejstrik, *Privatization and Opening the Capital Markets in the Czech and Slovak Republic*, CERGE-EI Vorkins Paper Series No 54, Karlov univerzitet u Pragu 2010, str.15

²⁹⁷ Iraj Hshi, *Mass Privatisation and Corporate Governance in Czech Republic*, Staffordshire University, UK, 1997, str.11

²⁹⁸ Iraj Hshi, *Mass Privatisation and Corporate Governance in Czech Republic*, Staffordshire University, UK, 1997, str.7

²⁹⁸ Iraj Hshi, *Mass Privatisation and Corporate Governance in Czech Republic*, Staffordshire University, UK, 1997, str.11

Као резултат масовне ваучерске приватизације фондови су постали највећи власници већине чешких предузећа. Тринаест великих инвестиционих компанија, од којих је свака прикупила више од 100 милиона ваучер поена у оба таласа, стекле су главнину удела у ваучер поенима. Једанаест компанија из ове групе су основале финансијске институције-банке и осигуравајуће куће. Четири највеће банке: *Ceska Sportelna, Investicioni a postovni banka, Komercni banka i Ceskoslovenska obchodni banka* и највећа осигуравајућа кућа *Ceska pojistovna* биле су веома значајне у овој групацији, а све су са великим власничким уделом државе.²⁹⁹ Држава је власник контролног пакета у четири водеће банке које чине 75% имовине чешког банкарског система. На крају држава је практично остала власник највећег дела чешке привреде.³⁰⁰

У току процеса ваучерске приватизације у Чешкој дошло је до интензивног укрштања власништва фондова, инвестиционих компанија и банака. Иако је закон забрањивао да инвестиционе компаније или фондови које су основале банке поседују акције родитељских компанија, рупе у закону су омогућавале да они то остваре. Међутим, у исто време долазило је и до тога да су банке такође биле делимично приватизоване током тог процеса. Многи ПИФ-ови су се активно борили за акције банака. Тако је дошло до укрштеног власништва између банака и ПИФ-ова.

Трећи талас приватизације је процес својинске аквизиције приватизованих предузећа и преузимања ПИФ-ова. Након завршеног другог таласа приватизације многи фондови су у свом портфељу имали акције бројних компанија што их је онемогућавало у управљању компанијама. Из тог разлога они започињу купопродају у циљу смањења диверсификације својих портфеља. Међутим највећи пакети акција чешких предузећа продавани су искључиво изван организованог тржишта капитала, као директна трговина *over the counter*. Главна карактеристика трећег таласа је преузимање фондова од стране појединих купаца у циљу стицања контролног пакета.

Концентрација власништва се спроводила кроз конверзију ПИФ-ова у холдинг компаније. Средином 1995. неколико фондова је трансформисано у холдинг компаније. Ова средства више не подлежу прописима инвестиционих фондова, тако да су могли да повећају свој удео у компанијама преко 20% као и да слободно пренесу средства у иностранство. Комисија за ХоВ је реаговала у циљу заштите малих акционара, те је 01.јула 1996.год. ступило на снагу ограничење по коме је неопходно одобрење Комисије за ХоВ за

³⁰⁰ *Emanuela Todeva & Veselin Kuntchev, Investment strategies applied during the mass privatisation wave in Central and Eastern Europe: The case of Bulgaria, , str. 4*

сваку статусну промену. Међутим до тада су већ многи инвестициони фондови и компаније промениле свој статус.

На крају процеса приватизације фондови имају више од 20% удела у 787 предузећа и више од 50% удела у 334 предузећа. Фондови и мали индивидуални инвеститори су најважнији власници. Појединачни мали инвеститори имају више од 20% удела у 739 предузећа, више од 50% удела у 272 предузећа. Национални имовински фонд контролише 21 предузеће са више од 50% удела а има више од 20% удела у 108 предузећа. Страни инвеститори контролишу 19 а домаћи 16 предузећа.³⁰¹

Табела 36. Власничка структура већих инвеститора

Инвеститори	50%	40%	30%	20%	16%	10%
Мали индивидуални инвеститори	272	411	559	739	821	911
Инвестициони фондови	334	498	631	787	831	876
Страни инвеститори	19	22	34	38	40	45
Домаћи инвеститори	16	17	28	38	42	48
Национални имовински фонд	21	27	50	108	155	182

Извор: Radek Laštovačka, Anton Marcinčin, Michal Mejstrik, Privatization and Opening the Capital Markets in the Czech and Slovak Republic, CERGE-EI Vorkins Paper Series No 54, Karlov univerzitet u Pragu, 2010

Општине и Национални инвестициони фонд који су кроз ваучер шему такође дошли до акција предузећа, били су пасивни акционари и остављали су менаџмент приватизованих фирми њиховим већинским власницима. Национални инвестициони фонд је позвао ПИФ-ове да их заступају у органима управљања предузећа.

Чешки програм приватизације се оцењује као успешан због брзине, масовног карактера, успостављања тржишта капитала и оживљавања рада берзе. ПИФ-ови су испунили очекивања у успостављању имовинских права. Ваучер плановима брзо је приватизован велики део државне имовине што је спречило евентуалну пљачку која се дешава у компанијама које чекају да се продају новим власницима. Гледано у целини програм је оцењен као успешан а резултати импресивни: 60% државне имовине је бесплатно подељено грађанима (40% грађанима и 20% локалној управи), 30% је продато и 10% би још требало да буде продато.³⁰²

Оваква приватизација је најпре забележила успех - ниска инфлација, мала незапосленост, раст БДП, висока стопа инвестирања. Забележена је релативно ниска инфлација (само 10% у 1993. и 1994.год. за разлику од 75% колико је забележено 1990.), стопа незапослености врло ниска у поређењу са другим пост-комунистичким земљама

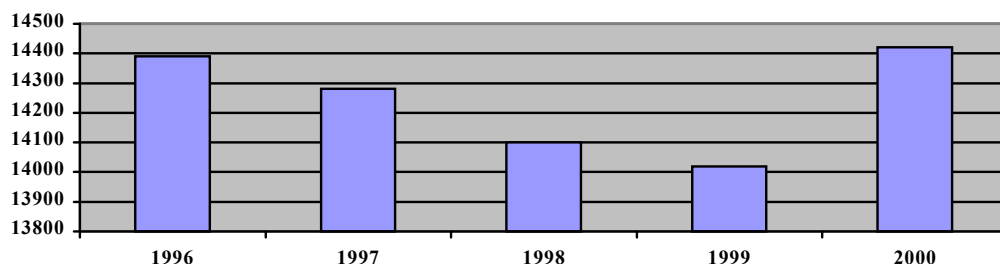
³⁰¹ Radek Laštovačka, Anton Marcinčin, Michal Mejstrik, Privatization and Opening the Capital Markets in the Czech and Slovak Republic, CERGE-EI Vorkins Paper Series No 54, Karlov univerzitet u Pragu 2010, str.16

³⁰² Jezek Tomas, The Czechoslovak experience with privatization, Journal of International Affairs, Vol.50/No 2, 1997, str.488

(само 5% за 1992. год.), раст БДП од 2,2% у 1993. на 4,7% у 1994. год., раст извоза у земље ЕУ, релативно стабилна политичка ситуација.³⁰³

У пролеће 1997. године земља доживљава валутну кризу. Чешка економија након 1998. године улази у стагнацију те масовна приватизација ипак није у потпуности испунила очекивања. Очекивало се да ће у приватизованим предузећима скочити продуктивност, што се није десило. Напротив, трошкови су порасли, извоз је престао да расте, увоз наставио да расте, индустрија је оптерећена дуговима, незапосленост расте. Друштвени бруто производ пада из године у годину да би дошло до његовог опоравка на ниво из 1996. године тек 2000. године.

Графикон 37. БДП у Чешкој Републици, (билион. ЦЗК)



Извор: Sarah Armstrong, Senior Thesis, Voucher Privatization in the Czech Republic, 2002

Неколико ствари је требало урадити да би ПИФ-ови били ефикаснији. Влада је требала да појача прописе на самом почетку процеса приватизације, да намеће веће захтеве при регистравању фондова у погледу стручности, технологије и способности управљања својим портфолиом. Уколико је влада очекивала да фондови буду покретачка снага у реструктурирању предузећа онда им је требало дозволити да могу да купе више од 20% компанија како би преузели активну улогу у управљању. Осим тога влада је требала да преузме много активнију улогу у надгледању фондова. Ипак, на бази свега изнетог може се извући закључак да је основни циљ - стварање тржишне структуре и јачање приватног бизниса остварен.

Након консолидације многих фондова 1998. је било 56 фондова. Иако је дошло до пада имовине фондова, инвестициона индустрија постала је ефикаснија, поузданија и отворена међународним финансијским тржиштима нарочито након приступања Чешке ЕУ 2004. године. Пословање чешких фондова постаје све стабилније и њихов раст је очигледан. Нето вредност имовине фондова повећана је 60% у последњих 10 година. Очекује се да ће се услови рада фондова у Чешкој променити у ближој будућности са

³⁰³ Sarah Armstrong, Senior Thesis, Voucher Privatization in the Czech Republic, 2002, str 12

применом прописа који су у припреми а који су дизајнирани да привуку више инвеститора и да обезбеде више стандарде ради обезбеђења њихове имовине.³⁰⁴

Програм приватизације у Словачкој одвијао се у два корака. Институционални оквир за приватизацију у Словачкој створен је 1990-их као део јединственог програма приватизације док је ова држава била још у заједници са Чешком. Министарство за приватизацију је добило око 1500 пројеката за 736 фирми у првом таласу. До 1992. године одобрено је 874 пројеката вредности 165,13 бил Кцс, од тога 188 за директну продају, 20 за јавну аукцију, 10 јавних тендера, 7 за реституцију, 95 за неплаћени трансфер а преосталих 544 су били усмерени на ваучерску приватизацију.³⁰⁵

Око 600 словачких фирми су приватизоване током прве Чехословачке ваучер шеме до 1992. год. Након поделе Чехословачке 1. јануара 1994. год. Словачка је била опредељена да настави програм ваучерске приватизације. Ипак нова влада је у јуну 1995. напустила план поделе акција у државним предузећима грађанима у замену за ваучере. Према новом концепту сваки власник инвестиционог ваучера имао је право да добије државне обвезнице номиналне вредности од 10 000 Ск (209 долара) уз трошкове ваучерске књижице од 1000 Ск. Нови модел је у Словачкој означен као правичнији.

Директна продаја је постала доминантан начин приватизације током 1995. године. У неким случајевима страни инвеститори су извршили приватизацију а у другим случајевима највећи фондови су куповали појединачне инвеститоре или мање фондове. Процес је настављен 1996. године а до краја године 92% словачких производних фирми је приватизовано.³⁰⁶ У директној продаји су се фаворизовали купци са добрим политичким везама где је самим тим постојао потенцијал за корупцију. Отежавајући проблем за Словачку представљала је чињеница да је у њој био лоциран велики део тешке индустрије и индустрије оружја што је представљало непривлачну индустријску иструктуру за инвеститоре. Ипак, већина фирми успешно је реструктурирана без помоћи страних инвеститора. Нови власници су уложили значајна средства у нове технологије, отпустили вишак радне снаге за 50% у просеку. Продуктивност је удвостручена, перформансе фирми у око $\frac{3}{4}$ случајева су побољшане док се $\frac{1}{4}$ и даље суочава са тешкоћама.³⁰⁷ У словачким

³⁰⁴ *Dariusz Filip, The Analysis of Czech Investment Funds Performance, Ekonomické Listy, N.9 pp 22/39, 2011, str 35*

³⁰⁵ *Radek Laštovačka, Anton Marcinčin, Michal Mejstrik, Privatization and Opening the Capital Markets in the Czech and Slovak Republic, CERGE-EI Vorkins Paper Series No 54, Karlov univerzitet u Pragu 2010, str.7*

³⁰⁶ *Simeon Djankov, Gerhard Pohl, Restructuring of Large Firms in Slovakia, str.7*

³⁰⁷ *Simeon Djankov, Gerhard Pohl, Restructuring of Large Firms in Slovakia, str.15*

предузећима у просеку 74% капитала је отишло на ваучере док је у чешким у просеку 62% капитала отишло на ваучере.³⁰⁸

Основа Чешке и Словачке приватизације је брзина. Поред брзине ваучер метода је омогућила да максималан број грађана учествује у процесу приватизације упркос недостатку капитала. Оваква приватизација се доживљава као фер према свим учесницима који самостално доносе одлуке у вези са својим капиталом. Без обзира на недостатке она је остварила запажен успех у процесу преласка на тржишни систем привређивања. Њихов модел приватизације служио је за пример многим земљама.

6.1.2. Пољски програм приватизације

Пољски процес приватизације обухватио је више различитих метода: продаја предузећа, продаја акција менаџерима и радницима, продаја средстава предузећа кроз ликвидацију или комбинација ових метода. Техника приватизације се бирала на основу величине и перспективе предузећа. Постављена су два основна циља: брза приватизација и реструктурирање предузећа. Због величине буџетског дефицита директна продаја је свакако представљала највећи приход за буџет. Наиме, централни буџетски дефицит износио је -2,9 милијарде \$ у Пољској док је у Чешкој износио - 0,4 милијарде \$, Словачкој - 0,3 милијарде \$ а у Мађарској - 1,5 милјарде \$.³⁰⁹

Већина продавница у Пољској је приватизовано до краја 1990. године. Током такозване *спонтане приватизације* 1989. год. настало је неколико хиљада предузећа, која су фактички представљала делове некадашњих државних предузећа и која су названа *номенклатурне фирме*. По процени у новембру 1990. год. било је око 200 000 малих предузећа. Међутим број новоформираних предузећа премашује број приватизованих, тако да је 80% од ових предузећа новоформирана.³¹⁰

Дискредитованост овакве приватизације условило је доношење Закона о приватизацији државних предузећа 1990. године. У лето 1993. године донет је Закон о националним инвестиционим фондовима. По програму масовне приватизације у Пољској су дистрибуиране деонице неколико стотина великих предузећа свим пунолетним грађанима уз минималну надокнаду од око 6 \$. Ваучери се нису могли директно мењати за акције предузећа већ за акције фондова.

³⁰⁸ Radek Laštovačka, Anton Marcinčin, Michal Mejstrik, *Privatization and Opening the Capital Markets in the Czech and Slovak Republic*, CERGE-EI Vorkins Paper Series No 54, Karlov univerzitet u Pragu, 2010, str.10

³⁰⁹ Malgorzata Antczak, *Incom from the Privatisation of State Enterprises in Poland, Hungary and the Czech Republic in 1991-1994*, Center for Social & Economic Research, Warsaw, 1996, str 6

³¹⁰ Stanley Fischer, *Privatization in East European Transformation*, Working Paper No.3703, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1991, str.8

Пред крај 1994. године формирано је 15 националних инвестиционих фондова тзв. «*National Property Management Boards*», у власништву државе. Национални фондови су посебне институције створене за овај програм у правној форми акционарских друштава али под јаким утицајем државе најмање у прве три године. Наиме, државни трезор је 100% власник сваког фонда и номинован је за чланове надзорних одбора. Менаџмент је биран путем јавног тендера међу пољским и страним реномираним банкама, консултантским фирмама, страним фондовима и другим финансијским институцијама. Чланови управног одбора фондова бирани су на бази јавног позива међу 7000 кандидата. У надзорним одборима морало је да буде 60% Пољака.

Државна предузећа се трансформишу у деоничарска друштва и 60% њихових деоница преноси се на националне инвестиционе фондове. Од назначених 60% имовине, 33% акција припадало је водећем фонду а 27% равномерно осталим фондовима. Држава задржава 25% деоница а запослени добијају 15% бесплатних деоница. Ова шема требала је да створи услове за ефикасно корпоративно управљање обезбеђујући доминантан положај једног главног фонда у свакој компанији.

Табела 37. Почетна акционарска структура компанија из портфолиа НИФ-а (%)

Водећи национални инвестициони фонд	33%
Други национални инвестициони фондови	27%
Запослени	15%
Државни трезор	25%
Тотал	100%

Извор: Barbara Blaszczyk, Michal Gorzynski Tytus Kaminski, Bartlomiej Paczoski, Secondary Privatization in Poland: Evolution of Ownership Structure and Performance in National Investment Funds and their Portfolio Companies, Center for Social and Economic Research, Warsaw, 2001, str.8

НИФ-ови су имали два главна али сукобљена циља. Један од циљева био је да се обезбеди јако корпоративно управљање, а други да се заштите мањински акционари односно грађани. Они су имали програм по коме су најпре ишли у реструктурирање компанија, увођење нових технологија, јачање позиција на тржишту, да би их након тога продавали стратешким партнерима. Власништво фондова у предузећима било је ограничено на 33% вредности акција, мада се након трговања на берзи повећавало. Укупно 512 фирми је обухваћено НИФ-овима и они представљају њихове хибридне власнике. Држава је задржала власништво над банкама и осигуравајућим друштвима.³¹¹

Стране финансијске институције су позване да учествују у приватизацији заједно са пољским институцијама како би се обезбедила стручност и транспарентност. Програм

³¹¹ Анђелко Лојпур, Момир Драгашевић, Драгољуб Јанковић, Разумевање приватизације, Службени лист републике Црне Горе, Подгорица 1999, стр.120

приватизације био је подржан од Светске банке и Европске банке за обнову и развој те је сваки фонд добио зајам од 3,2 милиона \$ на период од пет година.³¹²

Све категорије инвеститора које учествују у процесу приватизације су заступљене током 1999. међу новим власницима НИФ компанија. У највећем броју су нови власници велике домаће компаније које су постале акционари у преко 134 фирми, затим страни инвеститори који су акционари у 57 фирми. Појединачни приватници су преузели власништво у 48 фирми, запослени у 14 фирми, 29 фирми су јавно лиситиране на берзи. У процесу ликвидације или банкрота су биле 52 компаније.³¹³

Табела 38. Промена власништва у НИФ-овим фирмама 31.12.1999.

НИФ	Број компанија	Домаћи инвеститори	Страни инвеститори	Појединачни приватници	Запослени	Јавно се лиситирају	Банкрот или ликвидација
1	35	10	2	4	1	5	5
2	34	8	2	4	2	2	5
3	34	13	3	3	2	2	6
4	35	11	3	1	2	-	2
5	35	11	2	3	3	-	1
6	35	5	6	6	-	-	3
7	34	2	1	1	1	-	5
8	34	10	5	4	-	-	7
9	34	8	8	2	1	2	4
10	33	5	3	2	-	2	2
11	33	12	6	1	-	6	3
12	33	13	6	1	-	6	3
13	34	11	4	5	-	1	4
14	34	8	4	5	-	3	1
15	35	7	6	5	1	-	2
Тотал	512	134	57	48	14	29	52

Извор: Barbara Blaszczyk, Michal Gorzynski Tytus Kaminski, Bartlomiej Paczoski, Secondary Privatization in Poland: Evolution of Ownership Strukture and Performance in National Investment Funds and their Portfolio Companies, Center for Social and Economic Research, Warsaw, 2001

Главни циљ је био успостављање нове управе у предузећима на тај начин што је један НИФ са 33% власништва предузећа стицао водећу улогу у власничкој структури. У даљем периоду дошло је до раста неједнакости и конфликта између менаџмента фондова и предузећа. Фондови нису имали довољно средстава за модернизовање предузећа. Профитабилност НИФ-ових компанија је почела да пада од 1995. године. Финансијски положај предузећа био је додатно отежан зато што су морали да исплаћују високе доприносе НИФ-овима који су износили и до 60% нето зараде.

³¹² Irena Grosfeld, Iraj Hashi, *The evolution og Ownership Structure in Firms Privatized through Wholesale Schemes in the Czech Republic and Poland, Warsaw, 2001, Raportz case , Center for Social and Economic Research, str.21*

³¹³ Barbara Blaszczyk, Michal Gorzynski Tytus Kaminski, Bartlomiej Paczoski, *Secondary Privatization in Poland: Evolution of Ownership Strukture and Performance in National Investment Funds and their Portfolio Companies, Center for Social and Economic Research, Warsaw, 2001, str.30*

Држава се 2000. год. потпуно повукла из 99 фирми а њено просечно учешће у другим фирмама је пало на 20%. Из 239 фирми НИФ су потпуно изашли и предали их новим власницима. Удео њиховог учешћа у фирмама у којима су водећи власници стабилизован је на око 35%. Мали број компанија има НИФ-ове као друге по величини власнике - свега 15.³¹⁴

Табела 39. Промене удела државе и НИФ у капиталу фирми

Године	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Просечан % учешћа државних деоница	100	54,07	25,35	23,62	22,40	21,82	21,50
Број фирми са 100% државним капиталом	512	170	0	0	0	0	0
Број фирми са 0% државног капитала	0	0	0	0	4	60	99
Број фирми са 0% капитала НИФ	512	170	7	58	143	206	239
Просечан % учешћа НИФ у фирмама у којима су водећи	33,00	33,00	32,94	33,89	34,93	35,50	35,78
Број фирми у којима су НИФ други власници	0	0	3	11	18	18	15
Просечан % учешћа НИФ као других власника у фирмама	-	-	17,47	20,19	22,02	23,81	19,62

Средња вредност је израчуната за предузећа која још увек имају НИФ међу својим акционарима.

Извор: Irena Grosfeld, Iraj Hashi, The evolution og Ownership Structure in Firms Privatiyed through Wholesale Schemes in the Cyech Republic and Poland, Warsaw, 2001 Raportz case, Center for Social and Economic Research

Положај НИФ-ова је брзо еволуирао у пост приватизационом периоду. У петогодишњем периоду 245 НИФ-ових компанија је продато стратешким инвеститорима при чеми је једна петина страним инвеститорима (52). Банкротирало је 80 компанија, или су ушле у стечајни или ликвидациони поступак. Укупно 36 компанија је задовољило листинг услове и котира се на берзи.³¹⁵ До краја 2000. три најактивнија инвеститора која су стекла контролу над 11 НИФ-ова биле су две банке и једна осигуравајућа компанија. Преостала четири фонда су контролисали страни инвеститори.³¹⁶

Нето имовина 509 фирми од 512 колико је обухваћено НИФ-овима процењено је 1995. год. на 10,9 милијарди ПЛН. Крајем 1996. укупна вредност пала је на 5,7 милијарди ПЛН да би до краја 1997. год. њихова тржишна вредност пала на 2,8 милијарди ПЛН. У

³¹⁴ Irena Grosfeld, Iraj Hashi, *The evolution og Ownership Structure in Firms Privatiyed through Wholesale Schemes in the Cyech Republic and Poland, Warsaw, 2001, Raportz case, Center for Social and Economic Research, str. 22*

³¹⁵ Irena Grosfeld, Iraj Hashi, *The evolution og Ownership Structure in Firms Privatiyed through Wholesale Schemes in the Cyech Republic and Poland, Warsaw, 2001, Raportz case, Center for Social and Economic Research, str. 23*

³¹⁶ Barbara Blaszczyk, Michal Gorzynski Tytus Kaminski, Bartlomiej Paczoski, *Secondary Privatization in Poland: Evolution of Ownership Strukture and Performance in National Investment Funds and their Portfolio Companies, Center for Social and Economic Research, Warsaw, 2001, str. 43*

децембру 2000. год. тржишна вредност акционара који припадају свим НИФ-овима је процењена на 1,8 милијарди ПЛН.³¹⁷

Управљање у НИФ-овима је било врло компликовано те је долазило до блокирања механизма корпоративног управљања између менаџмента, Управног одбора, Надзорног одбора и Државног трезора. Неповољни услови на тржишту капитала, неповољни порески прописи, високи трошкови услуга управљања имали су негативан утицај на рад фондова.

Продаја предузећа подразумева продају дела деоница путем лицитације, јавног огласа, прикупљањем понуда или непосредном погодбом. Запосленима се омогућавају повлашћени услови за откуп деоница и то 20% деоница уз попуст од 50%. Најуспешнији метод приватизације у Пољској је био тзв. *приватизација путем ликвидације* а састојао се у продаји или лизингу имовине државних предузећа. Раднички савет доноси одлуку о ликвидацији и продаја мора бити јавна с тим што министарство може одобрити олакшице при плаћању. Имовина предузећа може се уступити у лизинг новооснованој компанији која се формира из 20% капитала ликвидираних предузећа. При томе већина запослених треба да постану њени деоничари. Уговор се склапа на период од 5-10 година. Око 2500 малих и средњих предузећа је приватизовано методом *приватизација путем ликвидације*. Многа од тих предузећа су купљена од стране запослених и менаџера.³¹⁸

Без обзира на све проблеме који су пратили процес приватизације у Пољској БДП је порастао за 28%, инфлација је пала за две трећине, незапосленост је спуштена са три на два милиона становника, укупан прилив инвестиција је премашио 16 милијарди \$. Успех који је она постигла у приватизацији и њени добри резултати на плану раста били су резултат увођења важних реформи, увођења строгих буџетских ограничења и одлучности да се реструктурирају и приватизују и банке. Овај процес је привукао и иностране инвеститоре да улажу у Пољску.³¹⁹

6.1.3. Русија и МВП

Од почетка 1990-тих привреда Русије се суочава са дубоком кризом, неусклађеним буџетом, повећањем задужености, слабљењем система државне администрације. Закон о приватизацији донет је јуна 1991. године када се влада определила за опцију широке,

³¹⁷ Barbara Blaszczyk, Michal Gorzynski Tytus Kaminski, Bartlomiej Paczoski, *Secondary Privatization in Poland: Evolution of Ownership Structure and Performance in National Investment Funds and their Portfolio Companies*, Center for Social and Economic Research, Warsaw, 2001, str.33

³¹⁸ Gerhard Pohl, Robert Anderson, Stijin Claessens i Simeon Djankov, *Privatization and Restructuring in Central and Eastern Europe, Evidence and Policy Options*, World Bank Technical Paper No. 368, Finance, Private Sector and Infrastructure Network, Washington, str.14

³¹⁹ Анђелко Лојпур, Момир Драгашевић, Драгољуб Јанковић, *Разумевање приватизације*, Службени лист републике Црне Горе, Подгорица 1999, стр.15

масовне приватизације која је обухватила скоро све секторе економије. Руски програм приватизације фаворизује инсајдере али је дозвољен слободан улаз приватних инвестиционих фондова који никад нису достигли снагу чешких фондова. Програм приватизације ступио је на снагу 11. јуна 1992. године са обимним системом повластица за запослене у предузећима који се приватизују, укључујући и њихов менаџмент као посебну категорију. Приватизација у Русији била је спроведена убрзаним темпом и имала је масовни карактер. За веома кратко време дошло је до ликвидације државног власништва у већини државних предузећа.³²⁰

Од самог почетка Светска банка, EBRD, финансијске и друге невладине организације САД и Европе учествују у креирању и спровођењу приватизације у Русији. USAID је учествовао у припреми и спровођењу ваучеризације у сарадњи са Руским приватизационим центром основаним 1992, а Светска банка у осмишљавању процеса приватизације. У периоду између 1992. и 1999. године САД су дале 1,2 млрд \$ за техничку помоћ, укључујући и зајмове.³²¹

Процењено је да у Руској федерацији има 180 до 200000 *минијатуричника*, малих фирми са испод 200 запослених или са мање од милион рубаља основних средстава. Већ током прве половине 1992. године дошло је до приватизације великог броја предузећа из три категорије - продавнице, занатске радње, угоститељски објекти са значајним разликама између регија, република и градова.³²²

Приватизација малих предузећа предвиђена је куповином и стечајем и већину су купили сами запослени. Приватизација великих предузећа одвија се у фазама, при чему се у првој фази именује управни одбор и у другој фази се припрема план приватизације предузећа. Планом приватизације предузеће се опредељује за једну од следећих опција.

По првој методи омогућава се радницима да приме бесплатно 25% акција предузећа не управљачких и приоритетних са фиксном дивидендом од 10% као и да купе још 10% деоница са пуним правом гласа. Руководиоци могу купити додатних 5% деоница по номиналној цени. По другој методи може се извршити куповина од стране запослених без попушта 51% деоница по номиналној цени која треба да буде 1,7% вредности. Највећи број предузећа извршило је трансформацију по овој варијанти при чему су искористили инфлаторни амбијент и остварили инфлаторну добит. Око $\frac{3}{4}$ предузећа изабрало је другу

³²⁰ Alexander Radygin, *Privatization in the Russian Federation*, Gaidar Institute for Economic Policy, Case Network Studies and Analyses No 70, 1996, str.

³²¹ Ана Секуловић, *Русија у светској економији*, Универзитет Мегатренд, Београд, 2006, стр.14

³²² Сворцан Миљан, *Менаџмент услуга*, Алдемо, Београд, стр.100

варијанту да би се до јануара 1995. њихов број смањио на 73,2%.³²³ Према трећој методи, која се односи само на предузећа са више од 200 запослених и фиксном имовином између 1 милион и 50 хиљада рубаља, сви радници могу купити по 20% деоница уз попуст од 30% од номиналне цене. Мања група запослених добија посебне погодности и стиче 20% деоница власничког фонда које могу да купе по номиналној цени и преузима одговорност за будућност колектива.³²⁴ Остатак деоница предузећа преноси се на федерални и локоални власнички фонд, који представља државу и има обавезу да их прода трећим лицима јавном лицитацијом. Приликом одређења за одређену опцију неопходна је сагласност 2/3 запослених.

Приватизација лаке индустрије, произвођача хране, трговинских предузећа на велико и мало, ресторана је обавезна по Државном програму. Запослени који купују деонице имају право на попуст од 30% од куповне цене уз плаћање на рате за три године са почетном уплатом од 25%. Уколико се имовина предузећа ликвидира продаја се врши путем јавне лицитације или прикупљањем понуда. Почетна цена се одређује на бази књиговодствене вредности и може се снизити највише до 30%.

Руски програм ваучерске приватизације је јединствен по повластицама и великој власничкој партиципацији менаџера и запослених. Резултат такве приватизације је инсајдерска контрола приватизованих фирми. Компанија је могла да обезбеди инсајдерску контролу у просеку над 65% акција предузећа. Директори и радници су постајали већински власници у две трећине средњих и великих предузећа. Менаџери су обезбеђивали своје позиције а радници нису продавали своје акције те су за узврат имали сигурно запослење. Фирме су опстајале али није било инвестиција.

Ваучере издаје федерална влада свим грађанима и они треба да покрију 35% свих акција предузећа која се приватизују. Гласе на номиналну вредност од 10000 рубаља (63 \$). Рок важности ваучера био је ограничен а тржишна цена је варијирала у распону од 4 000 до 42 000 рубаља. Издато је око 150 милиона ваучера.³²⁵ Власник ваучера може да користи за: куповину деоница било које компаније, куповину државних предузећа, замену за деонице специјалних инвестиционих фондова и продају ваучера за готово. Оно што је специфично за руску ваучерску приватизацију је потпуна слобода отуђења ваучера и могућност њихове концентрације. Многи власници ваучера извршили су улагање у ваучерске инвестиционе фондове. Они су настајали спонтано и одмах су се регистровали као друштва капитала. Око 600 таквих фондова је добило дозволу за рад али је мали број

³²³ Alexander Radygin *Privatization in the Russian Federation*, , Gaidar Institute for Economic Policy, Case Network Studies and Analyses No 70, 1996, str 7

³²⁴ Paul Hare, Alexander Muravyev, *Privatization in Russia*, Edinburgh, 2002, str. 6-8

³²⁵ Буквић Рајко, *Настанак руских олигарха, Економска политика, Београд, 2010, стр. 2*

фондова успео да се развије у значајне институционалне инвеститоре. Током 1994. развило се још 40-60 интер-регионалних и 50 регионалних фондова. Они су прикупили око 75% свих ваучера и то углавном од грађана који нису радили у предузећима која се приватизују, пензионера, државних службеника, здравствених радника. Два највећа фонда покупила су 4,5 односно 2,5 милиона ваучера.³²⁶

Приватизациони фондови нису успели да остваре значајнији утицај на управљање компанијама јер су могли да уложе највише 5% своје имовине у једно предузеће а могли су да имају највише 25% акција једног предузећа. Фондови су имали и тежак задатак да се надмећу са менаџерима предузећа у борби за контролни пакет акција. Већина фондова нису били у стању да преживе и створе портфеље са дугорочним јаким потенцијалом. Процењује се да је само 20-30% фондова развило јаке позиције на тржишту ХоВ. Крајем 1993. год. 636 ПИФ-ова је регистровано. Процењује се да данас има само 350 активних фондова. Многи ПИФ-ови су се трансформисали у нове организационе форме од којих ће већина постати акционарска друштва.³²⁷

Масовне рекламне кампање неких инвестиционих компанија привлачиле су Русе да код њих инвестирају обећавајући им да ће остварити приход и преко 1000%. Процењује се да је било 20 000 нелиценцираних инвестиционих компанија које су у периоду 1993-94. год. узимале новац од инвеститора. Више од 80 милиона Руса уложило је средства у ове шеме и изгубило 50-70 билиона рубаља.³²⁸

До 1994. год. када је ваучерска приватизација завршена 70% руске привреде је трансформисано у акционарска друштва.³²⁹ Инсајдери су учествовали у власништву приватизованих предузећа са 66%, аутсајдери са око 20%, док је учешће државе 14%.³³⁰

Табела 40. Структура акционарског капитала предузећа у априлу 1994. године

<u>Акционари</u>	<u>%</u>
Запослени	52,01
Менаџери	14,16
Аутсајдери	19,70
<u>Држава</u>	<u>14,13</u>
<u>Укупно</u>	<u>100,00</u>

Извор: Privatization in the Russian Federation, Alexander Radygin, Gaidar Institute for Economic Policy, Case Network Studies and Analyses No 70, 1996

³²⁶ Буквић Рајко, Настанак руских олигарха, Економска политика, Београд, 2010, стр.3

³²⁷ Katharina Pistor, Andrew Spicer, *Investment Funds in Mass Privatisation and Beyond Evidence from the Czech Republic and Russia*, Harvard institute for International Development, Harvard University, 1996, стр.8

³²⁸ Katharina Pistor, Andrew Spicer, *Investment Funds in Mass Privatisation and Beyond Evidence from the Czech Republic and Russia*, Harvard institute for International Development, Harvard University, 1996, стр.18

³²⁹ Karla Hoff, Joseph Stiglitz, *After the Big Bang? Obstacles to the Emergence to the Rule of Law in Post-Communist Societies*, World Bank Policy Research Working Paper No 2934, 2004, стр.7

³³⁰ Alexander Radygin, *Privatization in the Russian Federation*, Gaidar Institute for Economic Policy, Case Network Studies and Analyses No 70, 1996, стр.8

У наредном периоду смањује се учешће државе, опада учешће радника у власништву, док се повећава учешће менаџера кроз притисак на раднике да им продају акције. Иако су менаџери користили инсајдерско власништво за заштиту од спољњих власника учешће страних инвеститора се благо повећава.³³¹ Многи запослени продали су акције 2-3 месеца након што су их добили. Менаџери су откупљивали акције од радника, куповали акције на затвореним аукцијама и блокове акција преко посредника. У децембру 1994. учешће запослених се смањује са 52% на 49,5% а учешће руководства се повећава са 14,16% на 15,8%. Истовремено удео државе се смањило са 14,13% на 6,9%.³³²

До 1. јануара 1995. приватизовано је 112 625 предузећа што чини 47% од укупног броја постојећих државних и приватних предузећа. У недржавном сектору привреде 1994. произведено је 62% БДП те је он постао доминантан у привреди.³³³

После завршетка ваучеризације приступило се другој фази приватизације која је трајала од 1995. до 1996. године и може се означити као новчана приватизација. Овај модел приватизације је представљао продају државне имовине по *тржишним ценама* а што је заправо представљало распродају државне имовине по знатно умањеним вредностима при чему су најчешће коришћене аукцијске продаје. Радило се о 25000 крупних и средњих предузећа која су представљала основ руске привреде. Највреднија државна предузећа нафтне индустрије, металне индустрије, јавног комуналног сектора пала је у руке мале групе банкара и индустријалаца. Дошло је до промене власничке структуре предузећа у односу 57,2%:42,8% у корист приватизованих предузећа.³³⁴ Све што је изнето на продају купљено је по смешно ниским ценама. Шест руских гиганата продато је на ваучерским аукцијама двадесет пута јефтиније од њихове тржишне вредности. Најдрастичнији пример је Гаспром, компанија којој је припадала трећина гасних ресурса целе планете, најбогатија компанија Русије чија се вредност процењује од 300 до 700 милијарди \$ на ваучерској приватизацији је продата за 250 милиона \$.³³⁵

Трећа фаза која је трајала од 1997. до 2001. год., може се означити као фаза стабилизације без већих проблема у процесу приватизације. Током ове фазе процес приватизације се стишао јер је већ најпривлачнија државна имовина била у приватним рукама. Из процеса приватизације изузето је око 5000 предузећа од стратешког значаја за Русију и она су у потпуности у државном власништву. Приватизована предузећа

³³¹ Carsten Sprenger, *The Choice of Ownership Structure: Evidence from Russian Mass Privatization*, National Research University Higher School of Economics, 2009, str.24

³³² Alexander Radygin, *Privatization in the Russian Federation*, Gaidar Institute for Economic Policy, Case Network Studies and Analyses No 70, 1996, st.r.14

³³³ *Reformy i razvitie rossijskoj ekonomiki v 1995-1997 godah*, *Voprosy ekonomiki*, 4/95, str.97

³³⁴ Ана Секуловић, *Русија у светској економији*, Универзитет Мегатренд, Београд, 2006, стр. 7

³³⁵ Буквић Рајко, *Настанак руских олигарха, Економска политика*, Београд, 2010, стр.3

доминирају над државним у односу 73,9% : 26,1%. Током периода 1995-2001. год. 15 милијарди \$ годишње је отишло из Русије или 5% БДП, те је Русија постала велики извозник капитала на Запад.³³⁶

Према расположивим подацима око 5-10% грађана, углавном руководећа структура, стекла је контролу над целокупном рентабилном производњом. Новонастала елита брзо је продрла заузимајући важне функције у државним органима. Приватизација спроведена на овај начин није могла да обезбеди неопходна средства за инвестиције и финансијску стабилност. Убрзани темпо приватизације и промена делатности приватизованих предузећа узроковали су у великој мери економске губитке. Према званичним подацима друштвено економски губици узроковани приватизацијом приближили су се невероватном износу од 10 квадрилиона рубаља а приход државе од приватизације у периоду 1992–1999.год., износио је 0,15% укупних буџетских прихода.³³⁷

Што се тиче социјалног аспекта приватизације може се рећи да је она довела до увећаног раслојавања становништва Русије. Док је у 1989. само 2% становништва било у стадијуму сиромаштва, крајем 1998. удео сиромашних се попео на 23,8% укупне популације, ако се као норма користи показатељ потрошња од 2\$ дневно.³³⁸ Овај проблем је произашао као последица огромног пада производње и БДП. Тај пад производње и БДП-а био је већи од њиховог пада у време другог светског рата. У периоду 1940.-1946. година индустријска производња у СССР пала је за 24%, док је у периоду 1990-1999.год. индустријска производња у Русији опала 60%.³³⁹

Табела 41. Кретање бруто домаћег производа Русије 1992.-1999. (трл. рубаља)

Година	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
БДП трл.рубаља	19	171,5	611,0	1659	2256	2361	2483*
Индекс физичког обима	100,00	85,8	59,3	47,9	40,0	38,5	36

* Милијарде рубаља, после деноминације 1998.

Извор: Буквић Рајко, *Настанак руских олигарха, Економска политика, Београд, 2010*

Транзиција у Русији и даље изазива интересовање због огромног природног блага ове сировински најбогатије земље света. На самом старту било је одобрено више од 80% лиценци на највећа налазишта нафте и гаса. Правна лица која су откупљивала ову имовину била су физичка лица, данас позната као олигарси. Запад је био заинтересован да се руска нафтна и друга предузећа нађу у рукама неколико корумпираних лица, плаћена симболично 1-2% од стварне вредности, да би их ови продали америчким и

³³⁶ *Karla Hoff, Joseph Stiglitz, After the Big Bang? Obstacles to the Emergence to the Rule of Law in Post-Comunist Societies, World Bank Polity Research Working Paper No 2934, 2004, str. 8*

³³⁷ *Ана Секуловић, Русија у светској економији, Универзитет Мегатренд, Београд, 2006, стр. 8*

³³⁸ *Stiglic Džozef, Противуречности глобализације, СБМ-х, Београд, 2004, стр.162*

³³⁹ *Stiglic Džozef, Противуречности глобализације, СБМ-х, Београд, 2004, стр.153*

интернационалним инвеститорима за 2-4% вредности. Тако су страни инвеститори крајње јефтино дошли до власништва над руским богатим рудницима, јавним предузећима и земљиштем. Развила се симбиоза највећих америчких инвеститора и руских олигарха продајом акција западним инвеститорима.³⁴⁰

У периоду 1992-1997. год. легалним или полулегалним путем извезено је 200 милијарди \$ из Русије. Олигарси су осиромашили своју земљу што је узроковало кризу те долази до краха 1998. године.³⁴¹ Највећи број страних инвестиција у Руску Федерацију дошао је из САД, Немачке, Француске, Велике Британије, Италије, Холандије. Након 1999. значајан је пораст инвестиција из тзв. *пореских рајева* који у суштини представљају капитал који је извезен из Русије ради избегавања плаћања пореза а који се враћа натраг као страни капитал и може да буде један од главних извора развоја руске економије.

За ваучер фондове као сувласнике предузећа реструктурирање је била дугорочна инвестиција за коју нема довољно средстава. Године 1996. постало је очигледно да ПИФ-ови имају велике проблеме у функционисању. Многи су нестали. Криза која окружује ПИФ-ове у Русији довела је недавном владином одлуком до стварања нове класе фондова, јединице инвестиционих фондова. Јединице фондова нису организоване као акционарска друштва са правним субјективитетом. Они немају акционаре али је њихов однос са инвеститорима регулисан уговором. Јединични фондови ће бити отворени фондови и неће се сусретати са проблемом двоструког опорезивања. Међутим, трансформација ПИФ-ова у јединице фондова технички захтева ликвидацију фондова. Фондови би требало да буду ликвидирани а њихова имовина пребачена у трустове. Али трошкови ликвидације и пореске обавезе су превисоки што додатно отежава овај процес.

Руска приватизација је имала слабости. Она се огледа у већинском учешћу инсајдерса у власништву предузећа. Током процеса приватизације страна улагања су била мала због великог власништва запослених и намештених продаја акција. Појавио се мали број појединаца који је стекао велико богатство тако што су постали власници највећих фирми а посебно природних ресурса. Ипак, руски програм приватизације се оцењује као успешан јер је брзо приватизован велики број предузећа и извршена је деполитизација предузећа. Нови власници, мотивисани профитом, раде на побољшању пословања приватизованих предузећа. Руском привредом доминирају велики сировински концерни. Они сачињавају три четвртине привредног промета у Русији. С друге стране руска влада је и даље задржала велики утицај на привреду. У последње време руска

³⁴⁰ Буквић Рајко, Судбина руских природних богатстава у периоду транзиције, *Економика*, вол.53,2007,стр.9

³⁴¹ *Stiglic Džozef, Противуречности глобализације, СБМ-х, Београд, 2004, стр.168*

економија бележи високе стопе привредног раста и суфицита у спољнотрговинској размени. Русија постаје све значајнији фактор у светској економији.

6.1.4. Мађарски модел постепене приватизације

За разлику од већине бивших социјалистичких земаља, Мађарска није користила метод масовне ваучерске приватизације. Приватизација се одвијала у организацији Агенције за државну имовину и вођена је идејом *реална продаја реалном власнику*. Прави разлог за такву одлуку било је лоше стање државног буџета и високи спољни дуг. Брзорастући државни дефицит и недостатак девиза водили су рапидном порсту задужености државе. Мађарска дуговања по становнику била су највећа у региону тако да је влада морала да смисли како кроз приватизацију да дође до готовинских средстава.

Због недостатка домаћег капитала она је своју приватизацију базирала на продаји стратешким инвеститорима и процес је потпуно отворила страним инвеститорима. Рано учешће страних инвеститора у приватизацији довео је до тога да је Мађарска повукла више од половине укупног, у Источној Европи инвестираног, западног капитала. Страни капитал је у мађарска предузећа и банке донео инвестиције и технологију те је она 90-их година забележила висок раст. Чак 80% великих приватизованих предузећа сада су у власништву страних компанија.³⁴²

Табела: 42. Процентуални однос приватизованих фирми - укупно, страни власници и домаћи власници-

Године	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Приватизовано	43,0	68,3	79,5	86,8	91,2	94,2	94,7	94,7	95,7	95,7	96,1
Страно власн.	9,2	11,8	13,4	15,6	16,7	17,9	18,4	19,1	20,1	20,8	21,6
Домаће власн.	33,8	56,5	66,1	71,2	74,5	76,3	76,3	75,6	75,6	74,9	74,9

Извор: David Brown, John S Earle and Almos Teelegdy, Does Privatization Raise Productivity? Evidence from Comprehensive Panel Data on Manufacturing Firms in Hungary, Romania, Russia and Ukraine, Upjohn Institute Staff Working Paper 04-107, 2004.

Продаја државних компанијанија вршила се директним преговарањем са купцима или тендером. Преовлађујућа техника приватизације била је продаја акција путем тендера и она је учествовала са 42% међу свим методама приватизације. Продаја деоница се вршила домаћим и страним лицима или путем докапитализације. Поред приватизације покренуте од стране менаџера, Агенција је увела и два активна програма приватизације. Први активни програм приватизације обухватио је 20 највећих домаћих предузећа. Други

³⁴² *Malgorzata Antczak, Incom from the Privatisation of State Enterprises in Poland, Hungary and the Czech Republic in 1991-1994, Center for Social & Economic Research, Warsaw, 1996, str 22*

програм припљемљен је за решавање проблема тзв. кровних предузећа са већим бројем филијала са државним или мешовитим капиталом.

Коришћене су и разне технике подршке локалним инвеститорима како би се побољшала њихова ликвидност. Национална банка Мађарске одобравала је кредитне линије локалним приватницима у циљу куповине имовине, земљишта и акција предузећа и давала гаранције за куповину акција малим инвеститорима. Влада је имала за циљ креирање широке, локалне средње власничке класе- предузетника и акционара.

Према закону о оснивању Агенције за државну имовину из 1990. године, са трансформацијом предузећа улазе у власништво Агенције која управља процесом приватизације. Трансформисано је и пренето Агенцији у власништво 1 848 предузећа. Са постепеном приватизацијом смањује се број предузећа у власништву Агенције. До априла 1995.године потпуну приватизацију је прошло 695 предузећа или 37,6%, 542 или 29,3% предузећа је ликвидирано а 611 и даље остаје у власништву агенције.³⁴³

Осим приватизације уз учешће Агенције омогућена је и тзв. самоприватизација, односно трансформација и продаја предузећа без учешћа Агенције. Предузеће ангажује независну консултантску кућу за процену са листе коју је одредила Агенција која организује продају и наплаћује провизију у висини до 10% од прихода од продаје.

Приватизацију у Мађарској су обележиле две позитивне стране: висок прилив страних инвестиција и буран развој приватног сектора. У периоду од 1989. до 1993. учешће приватног сектора у стварању БДП порастао је два пута. Инвестиције из Немачке, САД, Аустрије, Француске, Велике Британије и других земаља до априла 1995. достигле су 427,5 милијарди ХУФ. Око 3,7% од укупног годишњег прихода буџета Републике Мађарске пореклом је из приватизације. Високи државни трошкови имали су тенденцију раста и негативно су се одразили на стање буџета и поред високе зараде од приватизације која је одиграла важну улогу у вођењу стабилизационе политике и успостављању макроекономске равнотеже.³⁴⁴

6.1.5. Бугарска приватизација

Процес приватизације у Бугарској уређен је Законом о приватизацији из априла 1992.год. Доношењем закона отпочела је прва фаза процеса приватизације која се састојала у избору модела приватизације и приступу проблему денационализације. Закон предвиђа централизовање поступка преко Агенције која је обавезна да припрема годишњи програм

³⁴³ *Malgorzata Antczak, Incom from the Privatisation of State Enterprises in Poland, Hungary and the Czech Republic in 1991-1994, Center for Social & Economic Research, Warsaw, 1996, str 15*

³⁴⁴ *Malgorzata Antczak, Incom from the Privatisation of State Enterprises in Poland, Hungary and the Czech Republic in 1991-1994, Center for Social & Economic Research, Warsaw, 1996, str 22*

приватизације који одобрава Влада. У јуну 1992. год. 3600 продавница је враћено старим власницима, 370 индустријских локација и 130 ресторана, што представља чврсто опредељење владе да ће истрајати у својим намерама.³⁴⁵

Начин продаје бирала је Агенција за предузећа вредности преко 200 милиона лева. Могућности су биле: јавна отворена понуда, јавна лицитација блока деоница, јавни оглас за прикупљање понуда и непосредни преговори са потенцијалним купцима. Истовремено се обезбеђује и повлашћена продаја за запослене и пензионере, 20% деоница уз попуст од 50%. По Закону 25% деоница предузећа мора да се депонује специјалном заједничком фонду. Средства овог фонда се користе за капитализацију, за социјално осигурање, за бесплатне деонице грађанима или реституцију. Опредељење Бугарске да продаја предузећа буде једини пут приватизације није дала очекиване резултате. Од 1000 предузећа вредности преко 10 милиона лева у 1993. години приватизовано је само 7.

У другој фази приватизације уведени су основни концепти ваучерске приватизације. Масовна приватизација у Бугарској одвијала се од 1996. до 1997. године, касније од осталих земаља у региону. Захваљујући томе могли су да искористе искуства других земаља која су прошла тај процес и избегну неке проблеме који су се јавили у другим земљама. Иако је за пример служио пољски ваучерски тип приватизације који се спроводи преко ПИФ-ова формираних од стране државе, изабран је модификовани модел. Приватизација је спроведена преко ПИФ-ова креираних ван домена државе.

Сви бугарски грађани старији од 18 година добили су ваучере у једнаким износима. Номинална вредност ваучера је износила 25000 лева што је по важећем курсу вредело око 315\$. Власници ваучера могли су да директно купују акције предузећа која се приватизују путем МВП на аукцији или замене своје поене за акције приватизационих фондова. Први талас масовне приватизације завршен је у јуну 1997. године. Око $\frac{1}{4}$ државних бугарских предузећа (1040) књиговодствене вредности од око 3 милијарде \$ је делимично приватизовано.³⁴⁶

Приватизациони фондови су организовани као затворена акционарска друштва. Око 120 фондова затражило је лиценцу а 81 фонд се појавио на аукцији. ПИФ-ови су прикупили преко 80% ваучера. Од 81 ПИФ-а 30 је и даље на берзи и 15 фондова активно тргује.³⁴⁷ Актуелни фондови су сврстани у неколико група по величини. Велики фондови су за мету имали акције фирми вредне између 40-70 милијарди лева, група средњих предузећа

³⁴⁵ *Bogetić Željko, Michael Conte, Privatizing Eastern European Economies: A Critical Review and Proposal, The World Bank, International Discussion Paper, Report No IDP-119, 1992, str. 13*

³⁴⁶ *Jeffrey Miller, Evaluation of Mass Privatization in Bulgaria, The William Davidson Institute at the University of Michigan, 2006, str. 1*

³⁴⁷ *Jeffrey Miller, Evaluation of Mass Privatization in Bulgaria, The William Davidson Institute at the University of Michigan, 2006, str. 3*

циљала је на фирме вредне између 15-35 милијарди лева. Мали фондови су усмерени на мале фирме вредности 1-5 милијарди лева и микро фондови имају за циљ акције у још мањим фирмама, вредности између 100-970 милиона лева.³⁴⁸

Табела 43. Типологија приватизационих фондова

Група	Стечене акције	Број фирми	Вредност акција предузећа
Велики фондови	1-6 милиона	у 34-97 фирми	40-70 билиона лева
Средњи фондови	200-700 хиљада	у 9-43 фирми	15-35 билиона лева
Мали фондови	100-199 хиљада	у 6-18 фирми	1-5 билиона лева
Микро фондови	20-99 хиљада	у 2-12 фирми	100-970 милиона лева

Извор: Investment strategies applied during the mass privatisation wave in Central and Eastern Europe: The case of Bulgaria, Emanuela Todeva & Veselin Kuntchev, str.11

Фондови нису могли да поседују више од 34% акција једног предузећа. Менаџмент и запослени у предузећу имали су право на бесплатне акције у износу од 10%. Поред тога имали су право да 20% акција откупе за готовину.

Акције високо профитабилних предузећа продавале су се по цени три до пет пута већој од номиналне. Акције предузећа која су имала финансијске и друге проблеме продавале су се по ценама које су биле приближне минимално утврђеним. Влада је задржала за себе значајан износ акција великих предузећа са намером да их понуди стратешким партнерима.

Приватизациони фондови су повукли више од 2,5 милиона људи носиоца ваучера и акумулирали инвестиционе ваучере вредности више од 64 милијарди бугарских лева, што представља 84% од укупног капитала ваучера у Бугарској.³⁴⁹ Велики део ПИФ-ова се касније трансформисао у холдинг компаније. То су углавном фондови који се специјализују у одређеним гранама или делатностима.

Трећа фаза приватизације обухвата период од краја 1997. до 1999. године када је приватизована већина предузећа изузев оних која су била искључиви државни монопол. Влада се ослободила мање важних предузећа а задржала контролу над великим и важним предузећима. Највећи број приватизација 55,76% је користио модел преговарања са потенцијалним купцима, 31,73% је користило конкурентске тендере, аукције су коришћене у продаји 11,35% предузећа, 1,16% предузећа је продато путем берзе, у 3,32% приватизацијских послова су узели учешће страни инвеститори.³⁵⁰

³⁴⁸ Emanuela Todeva & Veselin Kuntchev, *Investment strategies applied during the mass privatisation wave in Central and Eastern Europe: The case of Bulgaria*, str.11

³⁴⁹ Emanuela Todeva & Veselin Kuntchev, *Investment strategies applied during the mass privatisation wave in Central and Eastern Europe: The case of Bulgaria*, , str.11

³⁵⁰ *National balance of payments statistics, IMF, Balance of Payments statistics and IMF country studies, UNICE secretariat estimates, UNICE secretariat estimates, 2004, str.95*

Сматра се да је бугарски програм масовне ваучерске приватизације био успешан са извесним недостацима. Акцијама предузећа које су стечене у замену за ваучере није се могло трговати у периоду од 6 месеци након комплетирања последње акције. То је негативно утицало на процес приватизације и успорило прилив страних инвестиција. Власничка и управљачка права мањинских акционара нису имала значај у доношењу одлука у односу на моћ коју су поседовали менаџери приватизационих фондова.

6.1.6. Приватизација у Румунији

Румунија је у транзициони период ушла револуционарним превратом у ком је насилним путем срушена дотадашња бирократска власт. Земља је на кратко била у политичкој и економској конфузији. Међутим основни циљеви транзиције врло брзо су установљени и изградња тржишне економије на бази приватне својине и политичке демократије постали су главни приоритети. Процес приватизације у Румунији је био прилично хетероген, укључујући све главне методе приватизације: инсајдерску приватизацију од стране запослених, масовну приватизацију путем ваучера, продају домаћим и страним инвеститорима. У исто време програм је био непотпун остављајући многе компаније у потпуности или делимично у државним рукама.

Законом о приватизацији из 1991. год. предвиђа се постепена приватизација свих државних предузећа у року од 7 година од извршене трансформације у друштво капитала. Законом је основана Национална агенција за приватизацију која је одговорна за координацију, праћење и контролу процеса приватизације.

Као и у другим земљама процес приватизације је започео трансформацијом предузећа. Као друга фаза предвиђена је бесплатна подела 30% капитала државних предузећа а потом продаја 70 % капитала предузећа. Прву групу предузећа чинила су тзв. стратешка предузећа, њих 400. Иако се ради о релативно малом броју предузећа процене указују да су била велика јер су чинила чак 47% вредности укупних друштвених предузећа. Друга група предузећа су реорганизована као отворена акционарска друштва чије су акције пренете државном власничком фонду и једном од пет приватних власничких фондова у размери 70: 30 одсто.³⁵¹

Основано је пет приватних власничких фондова и један државни власнички фонд. Државни власнички фонд је јавна институција на коју се преноси 70% деоница сваког предузећа. Задатак фонда је да врши годишњу приватизацију од 10% како би се она окончала за седам година. Намера је била да се нађу стратешки инвеститори како би они

³⁵¹John Earle, *Almos Telegdy, Privatization and Productivity in Romanian Industry: Eevidence from a Comprehensive Enterprise Panel, IZA Discussion Paper No.326, Stockholm, 2001, str.4*

ефикасно управљали и реструктурирали предузећа. Приватни власнички фондови оснивају се као деоничка друштва и послују на комерцијалним принципима. Њима, упркос имену, управља држава преко управних одбора које именује влада. На њих се преноси 30% деоница 6 300 предузећа која су намењена за расподелу свим пунолетним грађанима. Сви пунолетни грађани су добили ваучере у вредности од 875 000 леа (око 464\$). Око 15,5 милиона грађана постали су акционари у овим фондовима. После пет година приватни власнички фондови постају заједнички фондови.³⁵²

Румунска масовна приватизација одвијала се од 1995. до 1996. године. Она је имала прилично екстреман облик масовне приватизације који обезбеђује максималну дисперзију власништва. Укупно 1727 индустријских фирми је укључено у програм. Само 18,7% акција компанија је заправо пренето румунским грађанима а 7,8% предузећа је приватизовано већински. Последица тога је да у власничкој структури и даље доминира држава.³⁵³

Посебним прописима уређена је продаја предузећа са државним капиталом, закључивање уговора о концесији, уговора о лизингу или уговора о вођењу послова. Продаја се врши путем јавне лицитације или прикупљањем затворених понуда. Приход од продаје задржава предузеће и користи за инвестирање. Имовину предузећа могу да купе домаћа и страна физичка и правна лица. Страни инвеститори чине само мали део румунских приватизација, око 0,8% до краја 1997. године, док домаћи 3,9%. Током 1998. године учешће домаћих инвеститора је повећано на 8,2% а страних на 2,3%.³⁵⁴

У Румунији је такође примењен приступ приватизацији помоћу МЕБО метода. Најпре се оснива асоцијација запослених која преговара о куповини предузећа, уговара кредит о финансирању предузећа и управља у предузећу. Акције државног фонда дају се бесплатно или се продају по повлашћеним условима за период од пет година. Када се дуг отплати фирма постаје отворено акционарско друштво и акције се тек тада могу слободно продавати. С једне стране инсајдер приватизација побољшава подстицај за рад и лојалност предузећу, а с друге стране она је кочница бржем развоју јер запослени често немају довољно способности и вештине, потребан капитал и технологију. Нарочито се као проблем поставља реструктурирање фирми неопходне за побољшање конкурентске позиције. За разлику од других транзиционих економија, у Румунији је огроман проценат учешћа запослених у власништву предузећа, обично читавих 70%.

³⁵² Анђелко Лојтур, Момир Драгашевић, Драгољуб Јанковић, *Разумевање приватизације, Службени лист републике Црне Горе, Подгорица 1999, стр.117*

³⁵³ John Early, Almas Telegdy, *The results of mass privatization in Romania, Economics of Transition- Volume 6, No 2, Stockholm, 2007, str.313*

³⁵⁴ John Earle, Almas Telegdy, *I Privatization and Productivity in Romanian Industry: Eevidence from a Comprehensive Enterprise Panel, ZA Discussion Paper No.326, Stockholm, 2001, str. 9*

Од око 6000 корпоратизованих предузећа само 1040 приватизовано је до краја маја 1995. године путем МЕБО технике и јавне понуде, од којих су се многа суочила са озбиљним финансијским проблемима и потребом реструктурирања. До краја 1998. год. учешће државе у власништву индустријских компанија је пала на 36,3% у просеку. Већи број фирми је постао већински приватан. Најчешћи типови власника су запослени са око 23,6% и учесници масовне ваучерске приватизације са 18,2%.³⁵⁵

Процес приватизације у Румунији није дао жељене резултате. Румунија је због револуционарног преврата била земља високог политичког ризика за улагања. Осим тога лоша привредна структура, низак ниво развијености и слаба куповна моћ становништва одбијали су стране инвеститоре од улагања. Тек са макроекономском стабилизацијом привреде започела су већа страна улагања у привредне капацитете земље. После завршетка процеса приватизације држава је и даље остала највећи појединачни власник што представља недостатак румунског програма.

6.1.7. Словеначки модел приватизације

Словеначки модел приватизације се заснива на трансформацији друштвене својине у приватну уз значајну социјалну компоненту и партиципацију запослених и парадржавних фондова. Приватизација се одвијала по два различита закона. У првој фази је делимично измењен савезни закон из 1990. год. а друга фаза почиње у новембру 1992. године усвајањем новог Закона о приватизацији. Током 1990. године формиран су Агенција за приватизацију и државни фонд за развој. Агенција за приватизацију је одобравала програм приватизације који су предузећа одабрала. Фонд је добио улогу продавца и примаоца прихода од продаје. У случају продаје акција друштвеног капитала Фонд за развој је потписивао уговор у име државе.

У новембру 1992. год. усвојен је нови Закон о својинској трансформацији. Закон је предвидео да 10% акција предузеће трансферише Фонду за компензације накнада бившим власницима, 10% трансферише пензионим фонду, 20% се додељује свим држављанима у виду власничких сертификата кроз инвестиционе приватизационе фондове, 20% је за интерну расподелу запосленима путем власничких сертификата и преосталих 40% може да се прода запосленима и менаџерима. Путем интерне продаје запослени могу да откупе до 40% акција предузећа са попустом од 50%. Менаџери и запослени су максимално искористили своје право приоритета и у максималној мери извршили откуп акција. Све неприватизоване акције пренете су фонду за развој.

³⁵⁵ Анђелко Лојтур, Момир Драгашевић, Драгољуб Јанковић, *Разумевање приватизације, Службени лист републике Црне Горе, Подгорица 1999, стр.142*

Власнички сертификати су могли бити искоришћени за директну куповину акција компанија које се приватизују или преко приватних инвестиционих фондова. ПИФ-ови су у Словенији одиграли важну улогу у спровођењу процеса приватизације. Грађани су имали поверење у њих јер су били неинформисани у вези трговања са ХоВ и у погледу пословања компанија које су се приватизовале. Фондови су се сами формирали без утицаја државе. Они су могли стицати контролни пакет акција компанија и до 100% али је максимално 20% њиховог портфеља могло чинити акције једног емитента. Фондови су намењени да дисперзивно власништво запослених концентришу и да помогну компанијама да пронађу стратешке партнере. Њима није намењена улога да буду активни власници. Имали су обавезу да се трансформишу у редовне инвестиционе фондове или обична акционарска друштва до средине 2002. године.

Најуспешнији у прикупљању власничких сертификата су биле менаџерске инвестиционе компаније. У 1994. години 23 приватизационе менаџерске компаније су преузеле управљање над 40 ПИФ-ова. Сертификати су се концентрисали у неколико највећих менаџерских компанија основаних од стране највећих банака и осигуравајућих друштава. Од укупно издатих сертификата 563 600 000 000 до краја 1994. године је искоришћено 263 458 714 327, при чеми је искоришћено преко ПИФ-ова 53,30%.³⁵⁶

Табела 44. Дистрибуција власничких сертификата у Словенији

Власништво сертификата	Искоришћени сертиф. до краја 1994. године	% од искоришћених сертификата
Предузећа	123 025 952 480	56,70
Интерна дистрибуција	75 849 420 552	28,79
Јавна продаја	47 176 531 928	17,91
<u>Инвестициони фондови</u>	<u>140 432 761 847</u>	<u>53,30</u>
Свега	263 458 714 327	100,00

Министарство за економску сарадњу и развој, Влада Републике Словеније

Словеначки економски показатељи током деведесетих били су релативно успешни. Током 1990-их Словенија је водила важне реформе у циљу макро стабилизације, либерализације трговине и повећања конкурентности. Стабилизацију цена је постигла кроз рестриктивне монетарне и фискалне политике којима је оборена месечна инфлација од 21,5 одсто месечно у октобру 1991. на годишњу стопу од 6-7% у касним деведесетим.³⁵⁷ Након кратког раздобља економског пада од 1990. до 1992. године, у наредним годинама забележен је пораст БДП-а са 2,8% у 1993. год. на 5,3% у 1994. год. 4,1% у 1995. год. и

³⁵⁶ *Министарство за економску сарадњу и развој, Влада Републике Словеније*

³⁵⁷ *Svejnar Jan, Polona Domadenik, Janez Prasnikar, How to Increase R&D in Transition Economies? Evidence from Slovenia, Institute for the Study of Labor IZA, Stephen M. Ross School of Business University of Michigan, 2007, str. 6-7*

3,5% у 1996. год. У раздобљу 1997-2000. Словенија је остварила просечан раст БДП-а већи од 4%. Словеначки извоз чини готово 60% БДП-а.³⁵⁸

Масовна приватизација је формално завршена 1998. год. Од око 1500 предузећа само неколико десетина је стекло стратешке власнике. Тако је примарна приватизација била изгубљена прилика за бројна предузећа да стекну стратешке инвеститоре који ће извршити реструктурирање. У секундарној приватизацији главни играчи постају домаћа предузећа, менаџери и инвестициони фондови. У периоду 1994-1999. мали акционари и државни фондови смањују своје учешће у компанијама док је учешће менаџера и стратешких инвеститора у порасту. Ове трансакције се не врше на берзи већ на неформалним тржиштима нетранспарентно и са ограниченом конкуренцијом. Нови стратешки инвеститори су готово искључиво домаћег порекла. Подаци показују да је крајем 1999. године скоро 40% почетних акционара продало своје власништво.³⁵⁹

Словенија је 2005. године ступила у други талас приватизације, која је у првом реду најавила докапитализацију државних предузећа (железнице, пиваре, разни индустријски погони), али овај процес није до краја релизован због неслагања моћних аутономних синдиката. Током читавог процеса приватизације постојала је заштита од иностраног капитала те су ограничења изазвала повлачење страних инвеститора чија је заинтересованост иначе била мала. Словенија је једна од ретких земаља у транзицији која није дозволила неконтролисан улазак страног капитала у финансијски сектор, тако да само 34% банкарског сектора држе страни инвеститори. Грађани су се на референдуму изјаснили против продаје осигуравајућих друштава.³⁶⁰

Приватизација у Словенији се споро одвијала уз котинуиране политичке проблеме. Највећи број акција је отишо запосленима и фондовима. Постоји јак сукоб између инсајдера и аутсајдера што отежава процес реструктурирања. Велики акционари су државни и приватизациони фондови који немају довољно мотивације и способности за корпоративно управљање. Држава је највећи акционар приватизованих предузећа и има активну улогу у управљању. Иако је њено власништво требало да буде привремено она није показала вољу да то спроведе и има директну улогу у секундарној приватизацији. Уместо да њена улога буде улога регулатора, законодавца и креатора политике која ће омогућити продају иностраним инвеститорима она је заправо показала тенденцију супростављања продаји удела страним стратешким инвеститорима.

³⁵⁸ *Маја Веховец, Упоредни преглед дефензивног реструктурирања твртки у Хрватској и Словенији, Финансијска теорија и пракса 27(4), Ријека, 2003, стр.611*

³⁵⁹ *Barbara Blaszczuk, Richard Woodward, Secondary Privatisation: The Evolution of Ownership Structures of Privatised Enterprises, Center for Socian and Economic Research, Warsaw, 2001, str14*

³⁶⁰ *Крачан Марко, Либерализам и путеви транзиције у Словенији, Кроз транзицију, Нови Сад, 2011, стр 38.*

Познати словеначки економиста Јоже Менцингер истиче да држава улази у кризу у периоду 2005-2008. године. Задужење земље је крајем 2005. год. било равно нули а крајем 2008. око 10 милијарди евра. Данас су дугови нарасли на 48% БДП-а. Говорећи о манама приватизационог процеса у Словенији Јоже Менцингер је рекао да је у тој земљи преко ноћи створено два милиона капиталиста који су у ствари били профитери којима је битније како ће купљена предузећа продати него како ће она пословати.

6.1.8. Масовна ваучерска приватизација у Црној Гори

Процес приватизације у Црној Гори отпочео је Савезним законом о друштвеном капиталу 1990. године, да би се наставио Законом о својинској и управљачкој трансформацији из 1992. и новим Законом о приватизацији из 1999. године. Из тога следи да је Црна Гора имала три периода приватизације: инсајдерску приватизацију кроз радничко акционарство; приватизацију малих и средњих предузећа кроз аукцију, продају на одложено плаћање, продају контролног пакета; масовну ваучерску приватизацију и приватизацију кроз продају стратешким партнерима.

Након неуспеле инсајдерске приватизације кроз радничко акционарство приватизација у Црној Гори је поново иницирана 1992. год. са намером да се из темеља промени власничка структура привреде и успостави тржишна економија. Модели приватизације који су се спроводили били су јавни позив, продаја контролног пакета, модел откупа идеалног дела, лицитација. Међутим, резултати су били лоши. Од укупног броја предузећа предвиђених за приватизацију приватизовано је скоро 25% али је укупна вредност капитала у односу на процењени била свега 3%.³⁶¹ Право решење за наставак приватизације била је масовна ваучерска приватизација која даје снажан импулс развоју тржишта капитала.

Обзиром на уочене недостатке претходне приватизације усвојен је почетком 1999. год. нов модел приватизације који обухвата 299 предузећа - 219 предузећа за МВП, 33 предузећа за *батиx сале* приватизацију, 19 кроз међународни тендер и 28 предузећа која ће се приватизовати кроз стечај. Укупна акционарска главница предузећа која ће се приватизовати износи 9 104 672 367 ДЕМ. Од укупне акционарске главнице: за МВП се одређује 28,07%, за међународни тендер 39,99%, за продају 4,35%, за приватизацију кроз

³⁶¹ Небојша Медојевић, *Масовна ваучерска приватизација, ЦИД Подгорица, 1999, стр. 184*

стечај 3,08%, укупно за приватизацију 75,49%. Преостали део власништва отпада на раднике, приватне власнике и банке.³⁶²

Модел масовне ваучерске приватизације као део укупног процеса приватизације окончан је 2002. године. Око 90% пунолетних грађана узело је учешће у овом процесу и путем ваучера постали власници значајног дела друштвеног капитала у Црној Гори. Преосталих 10% грађана није то право искористило.³⁶³

Око 240 000 грађана је ваучере уложило у 6 приватизационих фондова (60%) док је њих 120000 (око 30%) ваучере уложило директно у предузећа (Телеком, Електропривреду, Југопетрол, Луку Бар). Више од 70% капитала је у приватном власништву.³⁶⁴ Фондови су своје ваучере уложили у 101 предузеће са 10% власничким учешћем у 75 предузећа и више од 10% у девет предузећа.³⁶⁵ Током МВП основано је 6 приватизационих фондова затвореног типа. Они немају одмах статус инвестиционих фондова и у замену за ваучере не дају акције него *непреносиве инвестиционе јединице*. После годину дана од завршетка МВП аукције, приватизациони фонд се може организовати као инвестициони фонд.

Од фондова се очекивало да остваре активну улогу у корпоративном управљању у приватизованим предузећима али су они имали проблеме са ефикасношћу због широко дисперзоване власничке структуре. Нису имали начин да дођу до новчаних средстава осим продајом акција из портфолиа. Међутим тржишна вредност акција је била далеко мања од номиналне вредности јер је тражња била релативно скромна. Због ограничења да могу највише 10% капитала да инвестирају у једно привредно друштво онемогућена је већа концентрација власништва те су се фондови фокусирали на мала и средња предузећа. У великим компанијама изборили су се за сегментацију тих привредних друштава у којима су постајали већински власници и тако утицали на њихове перформансе. Фондови су се сусретали и са другим проблемима у привредним друштвима, наслеђеним дуговањима, застарелим основним средствима, социјалним проблемима. Они нису могли да узимају кредите а приходи од продаје акција из портфеља били су скромни, тако да су били скучени у куповини нових ХоВ. Све је то утицало на слабљење фондова и немогућност исплата дивиденди.³⁶⁶

³⁶² Веселин Вукотић, *Приватизација и развој тржишта капитала као дио програма економских реформи у Црној Гори*, Економски факултет Подгорица, Институт за стратешке студије и прогнозе, Подгорица, стр. 8

³⁶³ Поповић Саиша, Никола Фабрис и други, *Анализа финансијског тржишта у Црној Гори*, Централна банка Црне Горе, Сектор за истраживања и статистику, Подгорица, 2007, стр. 100

³⁶⁴ Зоран Ђикановић, *Тржиште капитала у Црној Гори*, Преглед 3, Службени гласник Београд, 2005, стр. 3

³⁶⁵ Анђелко Лојпур *Анализе ефеката досадашње приватизације у Црној Гори*, Економски факултет Подгорица, 2008, стр. 40

³⁶⁶ Момир Драгашевић, *Масовна ваучерска приватизација и црногорски концепт*, Радови са научног скупа, Подгорица, 26-27 мај 2003, стр. 303

На основу до сада спроведене приватизације могу се ближе одредити следећи ефекти овог програма. Приватизација је обухватила око 85% капитала предвиђеног за приватизацију до краја 2007. Остварен је приход од продаје акција у износу од преко 317 милиона еура на тендерима, око 486 хиљада еура на аукцијама и преко 32 милиона еура посредством берзе. Поред тога продајом имовине на тендерима и аукцијама остварен је приход од око 68 милиона еура а путем стечаја још 82,4 милиона еура што формира укупан приход од приватизације од око пола милијарде еура. На овај начин је остварен удео приватног сектора у БДП од око 65%.³⁶⁷

Црна Гора је искусила неколико година одрживог економског раста захваљујући повећаној домаћој тражњи подстакнутој рекордним приливом страних директних инвестиција и брзим растом кредита. БДП је у 2007. год. имао раст од 11% а 2008. год. 7%. Услуге су биле главни покретачи раста. Утицај кризе је почео да се осећа у последњем кварталу 2008. и потпуно се развио 2009. Реални БДП је пао за око 5,3% а индустријска производња за 32%. Инфлација је умањена на 3,4% годишње у 2009. Јавни дуг је порастао на 39% БДП. Прилив страних директних инвестиција се повећао у 2009. год. за око 31%.³⁶⁸

Оваквим приступом остварена је брза приватизација што је био један од главних циљева МВП-а. Међутим пракса је показала да овако успостављена широка власничка структура није довољна за ефикасно корпоративно управљање нити реструктурирање компанија. Фондови нису одговорили постприватизационим обавезама што се односи на заштиту права својих акционара, управљању и руковођењу предузећима, доприносу развоја тржишта капитала. Након спровођења МВП настао је јак конфликт између инсајдера и спољних власника који су покушавали да стекну контролно учешће. Ова борба има значајне импликације на секундарно тржиште ХоВ. Процес концентрације власништва који је резултирао из секундарних трансакција и формирање већинских власника, довео је до смањења интересовања за трговање акцијама.

Иако је каснила Црна Гора је веома брзо достигла просечан ниво приватизације осталих привреда у транзицији. Развијеност институција знатно заостаје за развојем приватизације те је неопходно у будућем периоду радити на унапређењу институција и њиховим реформама.

³⁶⁷ Анђелко Лојтур, *Анализе ефеката досадашње приватизације у Црној Гори, Економски факултет Подгорица, 2008, стр. 25*

³⁶⁸ *Европска банка за обнову и развој, Стратегија за Црну Гору 2010-2013, стр. 13*

6.1.9. Приватизација у БиХ

Поступак приватизације у БиХ започет је 1990. године када је тадашња СФРЈ донела Закон о друштвеном капиталу. Ефекти ове недовршене приватизације делимично су признати тако што је извршена ревизија приватизације и радницима је признато одређено учешће у поступку нове приватизације. Први закон о приватизацији у ентитетима су донешени 1997. године, али је тек доношењем Оквирног закона о приватизацији предузећа и банака на нивоу Босне и Херцеговине 1998. год., који је наметнут од стране Канцеларије високог представника у БиХ, створен правни оквир за покретање поступка приватизације државног капитала. Овим законом је уведено правило да се имовина затечена на подручју једног ентитета приватизује по законима који важе у том ентитету. Ентитети су имали обавезу да изврше хармонизацију закона који регулишу приватизацију. У БиХ постоје три одвојена система приватизације државног капитала у три административне јединице.

Закон о приватизацији у *Републици Српској* усвојен је јула 1998. год. али је више пута мењан и допуњаван. Године 2006. донет је нови Закон о приватизацији који је такође допуњаван 2007. год. Орган који спроводи приватизацију је Дирекција за приватизацију која за свој рад одговара Влади РС. Средства плаћања при куповини државног капитала су ваучери додељени грађанима, купони издати као компензација за потраживања по основу старе девизне штедње и новац. Приликом масовне ваучерске приватизације полази се од књиговодствене вредности предузећа док је процена вредности обавезна код директне продаје и код израде посебних приватизационих програма (стратешка предузећа). У случајевима лицитације или тендера пошло се од претпоставке да ће се самом применом ових метода предузећа тржишно валоризовати те није потребна процена капитала.

Према закону о приватизацији предузећа се деле на: предузећа у којима је капитал мањи од 300000 КМ и која се приватизују искључиво путем комерцијалних метода-лицитација, тендер, директна продаја; предузећа у којима је државни капитал већи од 300 000 КМ и која најмање 55% државног капитала морају приватизовати путем ваучер понуде а до 30% државног капитала могу приватизовати путем комерцијалних метода; предузећа из сектора јавних услуга, рударства, шумарства, јавних медија, производње оружја и војне опреме и остала од стратешког значаја, приватизују се по посебним програмима, комерцијалним методама пре свега а до 20% путем ваучер понуде.

Код комерцијалних метода купци могу бити сва домаћа и страна физичка и правна лица. Изузетак су само правна лица у којима држава има власништво веће од 25%. Као учесници приватизације појављују се и Фонд за пензионо инвалидско осигурање са 10%

акција у приватизованом предузећу и Фонд за реституцију са 5% акција у приватизованом предузећу. Предузећа процењена на мање од 300 000 КМ нису имала обавезу преноса акција у ова два фонда. До јула 2001. године у Републици Српској је продато 100 од постојећих 300 компанија за продају у фази тзв. мале приватизације. У фази приватизације великих предузећа, чији је програм подразумевао приватизацију 830 великих компанија, успешно су продате 392 компаније и регистроване су у суду као нове компаније са новим власницима. Приватизација је технички обављена преко тендера или преко директних ангажмана у преко 180 предузећа, док су међу њима 52 предузећа имала статус стратешких предузећа.³⁶⁹ Приватизација стратешких предузећа (нафтна индустрија, дистрибуција ел. енергије, железнички саобраћај, рударство, шумарство, производња оружја итд.) врши се по посебним приватизационим програмима које доноси Влада РС уз сагласност Народне скупштине РС.

Предвиђено је да се путем поделе ваучера приватизује 38% процењене вредности државног капитала. Регистровано је 1 460 000 грађана и укупно је емитовано 49 202 800 ваучера. Од укупног броја емитованих ваучера искоришћено је 41 126 400 ваучера или 83%. Од укупно 1110 предузећа која су предмет приватизације у ваучер понуди је учествовало 830 предузећа са књиговодственом вредношћу капитала од 2 509 703 700 КМ. Процент државног капитала понуђен за ваучере кретао се од 10 до 55%.³⁷⁰

Приватизација је подразумевала активно учешће приватизационих инвестиционих фондова који прикупљају ваучере од грађана и улажу их у предузећа. Фондови су затвореног типа и организовани су као акционарска друштва. Они имају ограничен век трајања од 5 година до кад би се требали трансформисати у опште фондове. Приватизациони инвестициони фондови су могли максимално 10% од прикупљених ваучера да користе за куповину акција у једном предузећу. У фондове је уложено укупно 28 096 000 ваучера или 57% од укупно емитованих, односно 68% од искоришћених ваучера. Ради што веће дисперзије власништва фондови су уложили ваучере у 567 предузећа. ПИФ-ови су у РС имали позитивну улогу са становишта ефикасности процеса размене ваучера за акције. Процент искоришћености ваучера би био далеко нижи да се фондови нису активно укључили у процес приватизације.³⁷¹

³⁶⁹ Галогожа Милан, *Стратегија друштвено-економског развоја Републике Српске и Босне и Херцеговине*, ММ College, 2005, стр. 23

³⁷⁰ Бранко Бодрожја, Божана Шљивар, *Ваучерска приватизација у Републици Српској и улога приватизационих инвестиционих фондова*, Савез економиста Србије, Милочер, 2001, стр.105

³⁷¹ Бранко Бодрожја, Божана Шљивар, *Ваучерска приватизација у Републици Српској и улога приватизационих инвестиционих фондова*, Савез економиста Србије, Милочер, 2001, стр.105

У РС крајем 2008. године од укупног државног капитала приватизовано је 68,49%.³⁷²

Табела 45. Остварена приватизација крајем 1998. године

Опис	мил.КМ	%
Државни капитал за приватизацију	8 277	100
Укупан износ капитала приватизован свим методама приватизације	5 669	68,49
Остатак државног капитала за приватизацију	2 608	31,51

Извор: IRBRS

Улога државе у процесу приватизације је пренаглашена јер део предузећа није уопште предвиђен за приватизацију, део се приватизује по посебниом програму владе, укупно 15% капитала предузећа иде у државне фондове, из процеса приватизације у сваком предузећу изузимају се вредности некретнина и шума и приватизују се по посебном закону. Прилив страног капитала у току приватизације је занемарљив.

Закон о приватизацији државног капитала у *Федерацији Босни и Херцеговини* донет је 1997. године и мењан је и допуњаван 9 пута. Сprovedена је ревизија приватизације извршене по Закону о друштвеном капиталу. Свако предузеће које се приватизовало морало је да припреми програм приватизације који је одобравала надлежна агенција за приватизацију. Приватизација предузећа вршила се јавном продајом, јавним прикупљањем понуда и непосредном погодбом. Приватизација малих предузећа са основним капиталом до 500 000 КМ и до 50 запослених, као и предузећа чија је основна делатност трговина, угоститељство, услуге, путнички саобраћај вршила се тако што је било обавезно плаћање у новцу најмање 35% уговорене продајне цене. За сваки износ плаћен у новцу преко 35% одобравао се попуст од 8%. До јула 2001. године у ФБиХ је продато преко 170 малих и средњих предузећа методом јавних аукција (тендера) или кроз директне преговоре.³⁷³

Као и у РС дата су одређена овлашћења Влади ФБиХ да се одређена предузећа могу приватизовати по посебним прописима. Средства плаћања у поступку приватизације су: сертификати из основа потраживања физичких лица према Федерацији, као и правних лица на име компензације за имовину која је предмет реституције, вредносни папири, новац и средства исказана у девизним војним књижицама припадника оружаних снага БиХ. Већина предузећа су остала непродата што показује слабе резултате приватизације. У октобру 2001. год. започиње други круг приватизације у коме су откривене структурне контрадикторности привреде. Велике компаније које су се развиле у доба социјализма имале су своје специфичности и заостајале су у технолошком развоју, нису могле да се

³⁷² Дивјак Борис, Александра Мртиновић, *Приватизација државног капитала у Босни и Херцеговини, Transparency International ВиН, Бања Лука, 2009, Стр.27*

³⁷³ Галогача Милан, *Стратегија друштвено-економског развоја Републике Српске и Босне и Херцеговине, MM College, 2005, стр. 55*

трансформишу и прилагоде савременим кретањима. Многе од тих великих компанија се нису могле продати а недостајао им је свеж капитал за развој.

Укупна књиговодствена вредност приватизованог државног капитала процењује се на 3,6 милијарди КМ, док је укупна вредност капитала уплаћеног у сертификатима 7,83 милијарди КМ. Путем иницијалне јавне понуде приватизовано је укупно 765 предузећа а акције је добило 55 000 акционара који су заједно са 11 федералних ПИФ-ова постали власници државног капитала. Продаја путем тендера обављена је у 600 предузећа укупне номиналне вредности 1,53 милијарди КМ.³⁷⁴

У ФБиХ су се формирали инвестициони фондови и друштва за управљање на исти начин као у РС. Успостављен је Централни регистар ХоВ и основана је берза у Сарајеву. Сертификати и ваучери подељени грађанима могли су се заменити за акције предузећа која су била јавно понуђена у приватизацији или путем улагања у фондове. Задатак фондова био је прикупљање ваучера и сертификата од грађана и њихово преусмеравање у деонице профитабилних компанија. Борци из претходног рата имали су привилегије и добијали су додатне ваучере односно сертификате. Проблем је био у томе што је само део предузећа био предмет приватизације док је добар део сачуван у државном власништву.

Страна директна улагања у ФБиХ су већа него улагања у РС, али недовољна, делом због политичке нестабилности, пореског система, великог администрирања али добрим делом и због технолошке застарелости привредног система. Као и у РС приватизација у ФБиХ је највише фокусирана на борбу за власништво над успешним компанијама. Процесу приватизације је недостајало више легалности и транспарентности, јер су се неправилности и злоупотребе показале у приватизацији више успешних фирми.

Скупштина *Брчко Дистрикта* донела је Закон о приватизацији марта 2004. године. Канцеларија за приватизацију Брчко Дистрикта је надлежна да спроводи процес приватизације. Предмет продаје је државни капитал у висини од 67% од укупне вредности капитала који се приватизује. Преостали део од 33% приватизује се путем ваучера и сертификата а уколико се на тај начин не приватизује продаје се као акцијски капитал. Начини продаје државног капитала су јавни тендер или јавна аукција. По налогу супервизора основан је Мањински деоничарски фонд ради контролисања и управљања деоницама. Извршена је и приватизација банака.

Општа оцена приватизације у БиХ је да она није испунила очекивања због одуговлачења процеса, недостатка транспарентних и јасних правила и критеријума као и

³⁷⁴ *Bojičić Dželilović V, Čaušević F, Tomaš R, Bosnia and Herzegovina: Problems, obstacles and outcome of the reforms, European Balkan Observer Vol.2, No.4, 2004.*

неједнаког третман према потенцијалним улагачима. Бројне афере и усвајање Закона о ревизији државног капитала имали су за последицу низак проценат директних страних улагања. Модели приватизације како у Федерацији БиХ тако и у Републици Српској су омогућили властима да задрже значајан удео у привреди у свом власништву, у ФБиХ око 15% имовине у приватизованим предузећима а у РС око 30%. Ту спадају и сва комунална и инфраструктурна предузећа, 79 стратешких предузећа. Ако се томе додају и учешћа Фондова пензионо-инвалидског осигурања и реституције који су заједно добили 15% власништва у сваком приватизованом предузећу произилази да је држава у БиХ остала највећи власник привреде.³⁷⁵

6.2. Резултати приватизације

Искуство транзиције, односно прелазак са централног планирања на тржишну привреду, представља процес који није виђен у досадашњој историји и који није завршен у земљама Централне и Источне Европе и земљама бившег Совјетског Савеза. Транзиција је изузетно сложен процес друштвених и економских реформи бивших социјалистичких земаља. Колико ће ове земље бити успешне зависи од отварања њихових привреда према иностранству али и од подршке коју ће им међународна заједница дати, како политичке тако и финансијске.

Према досадашњим искуствима процес транзиције је у првим фазама показао деструктивност која се одликује у смањењу обима производње, смањењу запослености и паду животног стандарда. *Шок терапија* је реализована кроз либерализацију цена, монетарне и фискалне рестрикције, отварање привреда и слободну трговину, унутрашњу конвертибилност валута. Индустијска производња је падала, незапосленост је расла, зараде су пале, инфлација порасла изнад планиране. Посебно негативан ефекат на привреде земаља у транзицији имала је либерализација увоза. Обзиром да се прелази на концепт светских тржишних цена један део привреде земаља у транзицији постаје неконкурентан. То неминовно доводи до смањења производње. Економски систем који је био ограничен на страни понуде прелази у економски систем ограничен на страни тражње.

Појединачни резултати транзиционих земаља зависили су од стартне позиције и брзине спроведених реформи. Показало се да земље вишег нивоа развијености могу да иду брже у промене као и да ће им се лакше и брже прилагодити. Појединачни резултати се крећу од релативно успешно спроведеног чешког програма приватизације до потпуног

³⁷⁵ Bojičić Dželilović V, Čaušević F, Tomaš R, *Bosnia and Herzegovina: Problems, obstacles and outcome of the reforms, European Balkan Observer Vol.2, No.4, 2004.*

неуспеха Албанског програма.³⁷⁶ У земљама које су узнапредовале у реформама, као што су Република Чешка, Естонија и Мађарска приватни сектор је 1999. године производио више од 70 одсто БДП-а.³⁷⁷

Табела 46. Удео приватног сектора у БДП (%)

Земља	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Албанија	5	5	10	40	50	60	75	75	75	75
Јерменија	10	30	35	40	40	45	50	55	60	60
Азербејџан	10	10	10	10	20	25	25	40	45	45
Белорусија	5	5	10	10	15	15	15	20	20	20
Босна и Херцегов	-	-	-	-	-	-	-	-	35	35
Бугарска	10	20	25	35	40	50	55	60	65	70
Хрватска	15	20	25	30	35	40	50	55	55	60
Чешка	10	15	30	45	65	70	75	75	75	80
Естонија	10	10	25	40	55	65	70	70	70	75
Грузија	15	15	15	20	20	30	50	55	60	60
Мађарска	25	30	40	50	55	60	70	75	85	80
Казахстан	5	5	10	10	20	25	40	55	55	60
Киргистан	5	15	20	25	30	40	50	60	60	60
Летонија	10	10	25	30	40	55	60	60	65	65
Литванија	10	10	20	35	60	65	70	70	70	70
Македонија	15	15	15	35	35	40	50	50	55	55
Молдавија	10	10	10	15	20	30	40	45	50	45
Пољска	30	40	45	50	55	60	60	65	65	65
Румунија	15	25	25	35	40	45	55	60	60	60
Русија	5	5	25	40	50	55	60	70	70	70
Словачка	10	15	30	45	55	60	70	75	75	75
Словенија	15	15	20	25	30	45	45	50	50	55
Таџигистан	10	10	10	10	15	15	20	20	30	30
Туркменистан	10	10	10	10	15	15	20	25	25	25
Украјина	10	10	10	15	40	45	50	55	55	55
Узбекистан	10	10	10	15	20	30	40	45	45	45
Средња вредност	11,4	14,6	20,4	28,6	36,8	43,4	50,6	55,4	56,7	57,5

*Оценчена су поља од почетка приватизације

Извор: Подаци European Bank for Reconstruction and Development

Док су у првој фази транзиције (1990-1994.) све земље у транзицији биле једнако погођене негативним догађајима, другу фазу која почиње од 1995. године карактерише стабилизација. При томе су различити приступи и примењени програми другачије деловали на ефикасност економија. Мађарска и Естонија су релативно успешно обавиле приватизацију методом продаје. У Мађарској је основано стотине хиљада нових малих и средњих предузећа. Елиминисана су предузећа која су стварала губитке и Мађарска је постала изузетно атрактивна за стране инвеститоре. Пољска приватизација успешно спроведена преко НИФ-ова и активирање бројних нових предузећа довела су до енергичног

³⁷⁶ Nichole M. Castater, *Privatization as a Means to Societal Transformation: An Empirical Study of Privatization in Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union*, University of South Carolina, 2002, str. 11

³⁷⁷ Подаци узети из European Bank for Reconstruction and Development, *Transition Report* (1999)

раста приватног сектора и привредног раста. У периоду од 1990-1998. год. број нових приватних и породичних предузећа повећан је са 1,2 милиона на 2,8 милиона што је повећало запошљавање и додату вредност за више од 50 процената.³⁷⁸

Ваучерска приватизација у Чешкој која је у почетку дала добре резултате није на одговарајући начин утицала на реструктуирање компанија и прилив капитала. Наиме, фондови код којих су се на крају сконцентрисали ваучери нису имали довољно капитала за инвестирање. Банке су биле у већини случајева њихови власници или су били у директном државном власништву. Корпоративно управљање у предузећима је слабило а реструктуирање се успоравало. Ваучерска приватизација у Русији повезана са манипулисањем у корист привилегованих бирократа била је дискредитована на самом почетку. Фаворизована *инсајдер* приватизација се показала недовољно успешном.

На основу критеријума Светске банке све земље у транзицији сврстане су у четири групе према оствареним резултатима:

Група 1: Пољска, Словенија, Мађарска, Хрватска, Македонија, Чешка, Словачка.

Група 2: Естонија, Литванија, Бугарска, Латвија, Албанија, Румунија, Монголија.

Група 3: Киргизија, Русија, Молдавија, Јерменија, Грузија, Казахстан.

Група 4: Узбекистан, Украјина, Белорусија, Азербједан, Таџикистан, Туркменистан.³⁷⁹

Табела 47. Раст БДП и инфлација по групама земаља

Земље	Просечна стопа раста БДП		Просечна стопа инфлације	
	1989-1994	1994-1995	1989-1994	1994-1995
Група 1	-1,6	4,3	106,0	18,7
Група 2	-4,2	4,0	149,2	59,0
Група 3	-9,6	-12,5	466,4	406,8
Група 4	-6,7	-11,4	809,6	1175,5

Извор: Lopatnikov, Leonid Isidorovič, Ot plana k rynku, Občestvo i ekonomika, 7/96, str. 44

Прва група земаља релативно брзо се опоравила, оборила инфлацију и забележила економски раст. У осталим групама прилагођавање је било спорије те је и економски раст заостајао а инфлација се задржавала на вишем нивоу. Искуство је показало да је ефикасна транзиција могућа у условима када се она спроводи доследно, док су резултати слабији уколико спровођење транзиције није доследно већ га прате одређена колебања.

Анализа појединих стратегија приватизације спроведених у различитим земљама показује да поједине методе имају своје предности и недостатке. Може се закључити да обзиром на могућност реструктуирања и ефикасног управљања, продаја стртешким инвеститорима се намеће као метода са највише предности. Међутим, оно што у највећој мери доводи до повећања продуктивности и економске ефикасности привреде су нова

³⁷⁸ *World Bank, Poland – Reform and Growth on the Road to the EU, Country study, Washington, 1997, str. 17*

³⁷⁹ *Lopatnikov, Leonid Isidorovič, Ot plana k rynku, Občestvo i ekonomika, 7/96, Sankt-Peterburg, str. 40*

предузећа. На хиљаде нових фирми које су се појавиле на тржишту у транзиционим земљама прве групе преузеле су доминантну улогу. У Чешкој Републици, Мађарској, Литванији и Пољској нова предузећа су бележила врло брз раст. Она сада учествују са 50% или више у запослености, што је иначе просек за ЕУ, односно у додатој вредности учествују са 55-65%. С друге стране у Казахстану, Русији и Украјини у којима је раст нових предузећа био умерен удео у запослености износи око 20% и мање, а удео у додатој вредности је на нивоу 20-30%. Истраживања указују на то да нова предузећа морају досегнути праг од око 40% свог доприноса запошљавању, пре него што буду кадра да прерасту у стварни покретач раста.³⁸⁰ Заштита старих предузећа од стране државе довела је до повећања кредита и банкарске кризе у Бугарској и Румунији. У Русији, Украјини, Румунији стара предузећа су заштићена тако што не морају да плаћају порезе и комуналне услуге а трошкови се преваљују на нова предузећа.

Оно што је специфично за финансијски сектор земаља у транзицији јесте претежна улога банкарских организација и неразвијеност тржишта капитала и осталих сегмената сектора. Сва финансијска тржишта транзиционих земаља су била и остала банкоцентрична. У процесу транзиције радило се на рехабилитовању постојећих домаћих банака и стварању услова за улазак страних банака на домаће финансијско тржиште. У готово свим земљама је дошло до знатног смањења броја банака и уласка страног капитала у банкарски систем. Према подацима Европске централне банке чак $\frac{3}{4}$ банака у земљама у транзицији, са изузетком Словеније, је у власништву странаца.

Табела 48. Учешће страног капитала у власничкој структури банкарског сектора у 2005. години

Земља	%	Земља	%
Словачка	97,4	Црна Гора	78,1
Чешка	96,2	Румунија	70,0
Хрватска	90,4	Летонија	67,5
БиХ	83,3	Србија	60,0
Бугарска	80,0	Мађарска	58,9
Пољска	79,6	Македонија	54,0

Извор: Stratfor: <http://www.stratfor.com/analysis/>

У наредном периоду дошло је до даљег повећања учешћа страних банака у већини земаља. Било кроз приватизацију постојећих банака или кроз оснивање нових банака као филијала страних банкарских групација, земље у транзицији, релативно неприпремљене, су врло брзо постале део глобалног финансијског система.

³⁸⁰ Подаци узети из World Bank, World Development Report 1998/99, Washington, D.C.

6.2.1. Трансформациона рецесија

Све земље Источне и Централне Европе, некадашње државе Совјетског Савеза и Монголија, које су покренуле политику тржишних реформи прошле су кроз фазу транзиционе рецесије независно од разлика у почетном стадијуму и специфичности појединих земаља. Транзициона рецесија је трајала много дуже него што се очекивало. Рецесија је условљена тиме што у прелазној економији губе снагу претходне институције и механизми а нови су у фази формирања. Тржишна координација још није успостављена те долази до дезинтеграције и анархије. Веровање да ће ликвидација централистичког планирања и бирократске координације аутоматски довести до успостављања тржишне економије је нереално. У реалности долази до заустављања економске активности услед дезорганизације што доводи до опадања производње, инвестиција и запослености.³⁸¹

У периоду пре транзиције стопе раста БДП-а су чак биле веће у земљама које су биле на релативно нижем нивоу развоја попут Бугарске и Румуније.

Табела 49. Просечна стопа раста БДП-а у периоду 1950-89.год.

Румунија	8,2	СССР	6,5
Бугарска	6,9	Мађарска	5,0
Пољска	5,8	Чехословачка	4,8

Извор: Grzegorz W.Kolodko, Globalization and Catching-up: From Recession to Growth in Transition Economies, International Monetary Fund, Research Department, 2000., str. 8

Током осамдесетих просечна годишња стопа раста реалног БДП-а у транзиционим земљама била је 2,9%, док су у периоду 1990-1995. просечне стопе раста биле негативне.³⁸²

У раним фазама транзиције широм региона је забележен пад производње. Пад производње је био далеко већи и дуготрајнији у новоформираним државама бившег Совјетског Савеза него у земљама Централне и Источне Европе. Најгора од свих година је била 1992. година. Само Пољска је имала скромну стопу раста док су све остале земље имале пад производње у распону од 2,9% у Казахстану и 3,1% у Мађарској до чак 44,8% у Грузији. У земљама бившег Совјетског Савеза је забележен континуирани пад БДП-а са благим преокретом 1997. године. Постоје екстремни примери годишњег пада БДП-а за више од 40% у Јерменији и Грузији 1992. и раста од око 20% у Туркменистану 2000. године.³⁸³

³⁸¹ Nesterenko Andrej, *Ot krizisa k stabilizaciji: ekonomika stran Centralnoj i Vostočnoj Evropy v 1993-1994.g. Voprosy ekonomiki*, 3/95, str. 78

³⁸² Hallagan W.Jun Z, *Starting positions, Reform Speed, and Economic Outcomes in Transitioning Economies*, časopis Privredna izgradnja br.3-4, Novi Sad, 2000

³⁸³ Grzegorz W.Kolodko, *Globalization and Catching-up: From Recession to Growth in Transition Economies*, International Monetary Fund, Research Department, 2000., str.13

Табела 50. Промене реалног БДП-а у земљама Централне и Источне Европе и земљама бившег Совјетског Савеза (%)

Година	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Албанија	-10	-28	-7,2	9,6	8,3	13,3	9,1	-7	8,0	7,3
Јерменија	-7,4	-11,7	-41,8	-8,8	5,4	6,9	5,9	3,3	7,2	3,3
Азербејџан	-11,7	-0,7	-22,6	-23,1	-19,7	-11,8	1,3	5,8	10,0	7,4
Белорусија	-3,0	-1,2	-9,6	-7,6	-12,6	-10,4	2,8	11,4	8,3	3,4
Б и Х	-	-20	-	-	-	21	69	30	12,4	10
Бугарска	-9,1	-11,7	-7,3	-1,5	1,8	2,1	-10,9	-6,9	3,5	2,4
Хрватска	-7,1	-21,1	-11,7	-8,0	5,9	6,8	6,0	6,5	2,5	-0,3
Чешка	-1,2	-11,6	-0,5	0,1	2,2	5,9	4,8	-1,0	-2,2	-0,2
Естонија	-6,5	-13,6	-14,2	-9,0	-2,0	4,3	3,9	10,6	4,7	-1,1
Грузија	-12,4	-20,6	-44,8	-25,4	-11,4	2,4	10,5	10,8	2,9	3,0
Мађарска	-3,5	-11,9	-3,1	-0,6	2,9	1,5	1,3	4,6	4,9	4,5
Казахстан	-0,4	-13,0	-2,9	-9,2	-12,6	-8,2	0,5	1,7	-1,9	1,7
Киргистан	3,0	-5,0	-19,0	-16,0	-20,1	-5,4	7,1	9,9	2,1	3,6
Летонија	2,9	-10,4	-34,9	-14,9	0,6	-0,8	3,3	8,6	3,9	0,1
Литванија	-5,0	-5,7	-21,3	-16,2	-9,8	3,3	4,7	7,3	5,1	-4,2
Македонија	-9,9	-7,0	-8,0	-9,1	-1,8	-1,2	1,2	1,4	2,9	2,7
Молдавија	-2,4	-17,5	-29,1	-1,2	-31,2	-1,4	-7,8	1,3	-8,6	-4,4
Пољска	-11,6	-7,0	2,6	3,8	5,2	7,0	6,1	6,9	4,8	4,1
Румунија	-5,6	-12,9	-8,8	1,5	3,9	7,1	3,9	-6,1	-5,4	-3,2
Русија	-4,0	-5,0	-14,5	-8,7	-12,7	-4,1	-3,5	0,8	-4,6	3,2
Словачка	-2,5	-14,6	-6,5	-3,7	4,9	6,7	6,2	6,2	4,1	1,9
Словенија	-4,7	-8,9	-5,5	2,8	5,3	4,1	3,5	4,6	3,8	4,9
Таџигистан	-1,6	-7,1	-29,0	-11,0	-18,9	-12,5	-4,4	1,7	5,3	3,7
Туркменист	2,0	-4,7	-5,3	-10,0	-17,3	-7,2	-6,7	-11,3	5,0	16,0
Украјина	-3,4	-11,6	-13,7	-14,2	-23,0	-12,2	-10,0	-3,0	-1,9	-0,4
Узбекистан	1,6	-0,5	-11,1	-2,3	-4,2	-0,9	1,6	2,5	4,4	4,1
Средња вредност	-4,5	-10,5	-14,9	-7,3	-6,0	-0,2	1,6	2,8	2,7	2,5

*Осенчена су поља од почетка приватизације

Извор: Подаци European Bank for Reconstruction and Development

Оптимизам који је преовладавао на почетку транзиције умањен је због тешких економских околности. По прорачунима *Institute Economic Science* земљама у транзицији би било потребно пуних 50 година континуираног раста БДП у висини од 5% на годишњем нивоу да би постигле просек који тренутно имају земље Европске Уније.

Рецесија је трајала од 2 године у најбољем случају, као у Пољској, до чак 10 година у Украјини. У првом случају БДП се смањио за око 20% а затим почео да се опоравља, а у другом случају је пао за 60% и почео да расте тек у 2000. године. Највећа депресија је била у Русији и Украјини, земљама са популацијом која чини половину популације свих земаља у транзицији. Слична ситуација је забележена и у осталим земљама бившег СССР-а.³⁸⁴ У Грузији и Молдавији БДП је у 1999. години пао на око једну трећину БДП-а из 1989.

³⁸⁴ Gajdar Egor, *Detskie bolezni postsocializma (k voprosu o prirode budjetnyh krizisov etapa finansovoj stabilizacii)*, *Voprosy ekonomiki*, 4/97 str. 6

године, док је у другим бившим републикама СССР-а пао на половину. Рецесија је била много дубља у економијама бившег СССР-а него у европским земљама.³⁸⁵

Табела 51. Трајање рецесије и раста у периоду 1990-99. (у броју година)

Земље	Рецесија	Опоравак	Секундарна контракција	Раст	Укупне године рецесије	Укупне године раста
Албанија	3	4	1	2	4	6
Јерменија	4			6	4	6
Азербејџан	6			4	6	4
Белорусија	6			4	6	4
Бугарска	4	2	2	2	6	4
Хрватска	4	5	1		5	5
Чешка	3	4	3		6	4
Естонија	5	4	1		6	4
Грузија	5			5	5	5
Мађарска	4			6	4	6
Казахстан	6	2	1	1	7	3
Киргизија	5	1		4	5	5
Летонија	3	1	1	5	4	6
Литванија	5		1	4	6	4
Македонија	6			4	6	4
Молдавија	7	1	2		9	1
Пољска	2			8	2	8
Румунија	3	4	3		6	4
Русија	7	1	1	1	8	2
Словачка	4			6	4	6
Словенија	3			7	3	7
Таџикистан	7			3	7	3
Туркменистан	7	1		2	7	3
Украјина	10				10	0
Узбекистан	5	1		4	5	5

Извор: *Grzegorz W.Kolodko, Globalization and Catching-up: From Recession to Growth in Transition Economies, International Monetary Fund, Research Department, 2000., str.12*

Најмањи број година пада производње имале су Пољска (2) и Словенија (3), док је највећи број година пада производње имале су Молдавија (9) и Украјина (10). Међутим и када настане опоравак након периода контракције, то не значи да је транзициона депресија завршена. Има много примера да је након опоравка поново дошло до пада БДП-а што се објашњава недостатком институција да подрже раст производње.³⁸⁶

Након извесног времена долази до стабилизације и постепеног опоравка што се манифестује порастом укупног БДП у земљи. Потребно је да прође извесан период да привреде ових земаља достигну ниво производње БДП који је био непосредно пре транзиције. Економски раст је у Пољској, Румунији, Словенији, започео 1993. године док је у Мађарској, Чешкој и Бугарској започео 1994. године. У Бугарској је 1996. године дошло поново до пада производње. У просеку од 1999. године земље ЦИЕ враћају се на око

³⁸⁵ *Grzegorz W.Kolodko, Globalization and Catching-up: From Recession to Growth in Transition Economies, International Monetary Fund, Research Department, 2000., str.8*

³⁸⁶ *Grzegorz W.Kolodko, Globalization and Catching-up: From Recession to Growth in Transition Economies, International Monetary Fund, Research Department, 2000., str.12*

90% њиховог предтранзиционог реалног БДП, Балтичке земље на око 70%, док Русија и остале земље некадашњег СССР-а на око 60% свог предтранзиционог периода.³⁸⁷

Табела 52. Рецесија, инфлација и БДП у транзиционим економијама, 1990-1999.

Земље	Укупне године рецесије	Укупне године раста	Година највеће инфлације	Највећа стопа инфлације	Година највећег пада БДП	Највећи пад БДП (%)	Година највећег раста БДП	Највећи раст БДП (%)
Албанија	4	6	1992	226	1991	-28	1995	13,3
Јерменија	4	6	1994	5273	1992	-41,8	1998	7,2
Азербејџан	6	4	1994	1664	1993	-23,1	1998	10,0
Белорусија	6	4	1994	2221	1994	-12,6	1997	11,4
Бугарска	6	4	1997	1082	1991	-11,7	1998	3,5
Хрватска	5	5	1993	1518	1991	-21,1	1995	6,8
Чешка	6	4	1991	52,0	1991	-11,6	1995	5,9
Естонија	6	4	1992	1076	1991	-13,6	1997	10,6
Грузија	5	5	1994	15607	1992	-44,8	1997	10,8
Мађарска	4	6	1991	35,0	1991	-11,9	1998	4,9
Казахстан	7	3	1994	1892	1991	-13,0	1997	1,7
Киргизија	5	5	1992	855	1994	-20,1	1997	9,9
Летонија	4	6	1992	951	1992	-34,9	1997	8,6
Литванија	6	4	1992	1021	1992	-21,3	1997	7,3
Македонија	6	4	1992	1664	1990	-9,9	1998	2,9
Молдавија	9	1	1992	1276	1994	-31,2	1997	1,3
Пољска	2	8	1990	586	1990	-7,0	1995	7,0
Румунија	6	4	1993	256	1991	-12,9	1995	7,1
Русија	8	2	1992	1526	1992	-14,5	1998	3,2
Словачка	4	6	1991	61,2	1991	-14,6	1995	6,7
Словенија	3	7	1990	550	1991	-8,9	1994	5,3
Тацигистан	7	3	1993	2195	1992	-29,0	1998	5,3
Туркменистан	7	3	1993	3102	1994	-17,3	1999	16
Украјина	10	0	1993	4735	1994	-23,0	1999	-0,4
Узбекистан	5	5	1994	1568	1992	-11,1	1998	4,4

Извор: Подаци European Bank for Reconstruction and Development

Очигледнао је да процес транзиције захтева више времена и стрпљења него што се очекивало. У свим земљама је дошло до пораста незапослености и умањења животног стандарда. Према подацима Светске банке куповна моћ ових земаља у односу на развијене земље централне Европе износи 33% просека тих држава. Након 8 година од почетка транзиције 90-тих доходак европских земаља у транзицији пао је на 24%.³⁸⁸

Реструктурирање предузећа се показало као један од најтежих и најнеукротивијих делова процеса транзиције јер је овај процес праћен великим отпуштањем радника. Када се врши реструктурирање само једне фирме у привреди која ради пуним капацитетом, отпуштање радника за које нема довољно посла има корисне ефекте, зато што ти радници

³⁸⁷ Hallagan W. Jun Z, *Starting positions, Reform Speed, and Economic Outcomes in Transitioning Economies*, часопис Privredna izgradnja br. 3-4, Novi Sad, 2000

³⁸⁸ Institute Economic Science, <http://www.iem.bg.ac.yu>

брзо проналазе други посао и то у некој продуктивнијој делатности. Међутим, у условима масовне незапослености, отпуштени радници из стања недовољне запослености прелазе у стање незапослености што не даје за нужну последицу укупан пораст продуктивности те привреде, мада може да побољша биланс конкретне фирме.³⁸⁹

Табела 53. Стопа незапослености у транзиционим земљама

Земље	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Албанија	9,5	8,9	27,9	28,9	19,6	16,9	12,4	14,9	17,8	18,0
Јерменија	-	-	3,5	6,3	5,8	8,4	10,1	11,3	8,9	11,6
Азербејџан	-	-	15,4	9,6	10,4	11,7	12,1	12,7	12,9	13,9
Белорусија	-	0,1	0,5	1,4	2,1	2,7	3,9	2,8	2,3	2,1
Босна и Херц.	-	-	-	-	-	-	-	37,0	38,0	40,0
Бугарска	1,7	11,1	15,3	16,4	12,8	11,1	12,5	13,7	12,2	16,0
Хрватска	9,3	13,2	13,2	14,8	14,5	14,5	10,0	9,9	11,4	13,6
Чешка	0,7	4,1	2,6	3,5	3,2	2,9	3,5	5,2	7,5	9,4
Естонија	0,6	-	-	6,6	7,6	9,8	10	9,7	9,9	12,3
Грузија	-	0,1	5,4	9,1	3,6	3,1	2,8	7,5	14,7	14,9
Мађарска	1,8	8,2	9,3	11,9	10,7	10,2	9,9	8,7	7,8	7,0
Казахстан	-	0,1	0,4	0,6	7,5	11,0	13,0	13,0	14,0	14,1
Киргизија	-	-	-	-	3,1	4,4	6,0	4,3	-	-
Летонија	0,5	0,6	3,9	8,7	16,7	18,1	19,4	14,8	14,0	14,4
Литванија	-	0,3	1,3	4,4	3,8	17,5	16,4	14,1	13,3	14,1
Македонија	18,5	19,2	27,8	28,3	31,4	37,7	-	36,0	34,5	32,4
Молдавија	-	0,0	0,7	0,7	1,1	1,4	1,8	1,5	1,9	2,0
Пољска	6,5	12,3	14,3	16,4	16,0	14,9	13,2	8,6	10,4	13,0
Румунија	-	3,0	8,2	10,4	10,1	8,2	6,5	7,4	10,4	11,5
Русија	-	-	5,3	6,0	7,8	9,0	9,9	11,2	13,3	11,7
Словачка	1,2	9,5	10,4	14,4	14,6	13,1	12,8	12,5	15,6	19,2
Словенија	-	7,3	8,3	9,1	9,1	7,4	7,3	7,1	7,6	7,4
Таџикистан	-	0,0	0,3	0,8	1,2	1,3	1,6	1,8	1,8	1,8
Туркменистан	2,0	2,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Украјина	-	0,0	0,2	0,3	0,3	0,5	1,3	2,3	3,7	4,3
Узбекистан	-	0,0	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6
Средња вредност:	4,7	5,0	7,9	9,1	8,9	9,8	8,6	10,7	11,8	12,8

*Осенчена су поља од почетне године приватизације.

Извор: IMF, World Bank, OECD

Многе земље су се укључиле у процес транзиције са монетарним проблемима и инфлацијом. Ниво инфлације у земљама бившег Совјетског Савеза био је екстремно висок. Тако је у Казахстану забележена инфлација 1994. године 1892 %, у Таџикистану 1993. год. 2195%, Белорусији 1994. год. 2221%, у Туркменистану 1993. год. 3102%, у Украјини исте године 4735%, у Јерменији 1994. године 5273% а у Грузији исте године 15607%.³⁹⁰ У европским транзиционим земљама инфлација је била нижа.

³⁸⁹ Stiglic Džozef, *Kuda idu reforme*, World Bank, 1997, str.5

³⁹⁰ European Bank for Reconstruction and Development, *Transition Report 2000*, str.67

Табела 54. Инфлација привреда у транзицији, 1989-1999. године (%)

Земље	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Албанија	0	35,5	226	85,0	22,6	7,8	12,7	33,2	20,6	0,4
Јерменија	10,3	274	1346	3732	5273	177	18,8	13,8	8,7	0,6
Азербејџан	7,8	107	912	1129	1664	412	19,7	3,5	-0,8	-8,5
Белорусија	4,7	94,1	971	1190	2221	709	52,7	63,8	73,2	294
Бугарска	26,3	334	82,0	73,0	96,3	62,0	123	1082	22,2	0,7
Хрватска	610	123	666	1518	97,6	2,0	3,5	3,6	5,7	4,2
Чешка	9,7	52,0	11,1	20,8	10,0	9,1	8,8	8,5	10,7	2,1
Естонија	23,1	211	1076	89,8	47,7	29,0	23,1	11,2	8,2	3,3
Грузија	3,3	79,0	887	3125	15607	163	39,4	7,1	3,6	19,3
Мађарска	28,9	35,0	23,0	22,5	18,8	28,2	23,6	18,3	14,3	10,1
Казахстан	-	78,8	1381	1662	1892	176	39,1	17,4	7,3	8,4
Киргизија	-	85,0	855	772	229	40,7	31,3	25,5	12,0	36,8
Летонија	10,5	172	951	109	35,9	25,0	17,6	8,4	4,7	2,4
Литванија	8,4	225	1021	410	72,1	39,6	24,6	8,9	5,1	0,8
Македонија	608	115	1664	338	127	16,4	2,5	1,5	0,6	-1,3
Молдавија	4,2	98,0	1276	789	330	30,2	23,5	11,8	7,7	39,3
Пољска	586	70,3	43,0	35,3	32,2	27,8	19,9	14,9	11,8	7,3
Румунија	5,1	170	210	256	137	32,3	38,8	154	59,1	45,8
Русија	5,6	92,7	1526	875	311	198	47,8	14,7	27,6	86,1
Словачка	10,8	61,2	10,0	23,2	13,4	9,9	5,8	6,1	6,7	10,6
Словенија	550	118	207	32,9	21,0	13,5	9,9	8,4	8,0	6,1
Таџикистан	4,0	112	1157	2195	350	609	418	87,8	43,6	27,5
Туркменистан	4,6	103	493	3102	1748	1005	992	83,7	16,8	24,2
Украјина	4,2	91	1210	4735	891	377	80	15,9	10,6	22,7
Узбекистан	3,1	82,2	645	534	1568	305	54	58,9	17,8	29,1

*Осенчена су поља од почетне године приватизације.

Извор: European Bank for Reconstruction and Development

Искуство је показало да при инфлацији од преко 40% годишње привредни раст се смањује. У почетној фази транзиције главни покретачи инфлације били су претерана тражња, тј. потрошња и фискални дефицит. У каснијој фази као главни покретачи инфлације појављују се фактори на страни понуде - раст цена нафте и хране. Од 1999. године земље у транзицији су значајно унапредиле своју макроекономску политику и у свим земљама значајно су смањене годишње стопе инфлације.

Интересантно је да је и поред тога што су све земље у транзицији имале прилив од приватизације дошло до огромног пораста њихове задужености. Прилив од приватизације није се искористио производно већ се прелио у потрошњу и то из увоза јер је домаћа производња у прилично лошем стању. Либерализација спољнотрговинских токова довела је до енормног раста потрошње из увоза.

Пад животног стандарда и увећано сиромаштво нагло се увећало у овим земљама у првим годинама транзиције. Према подацима Светске банке током 1998. сваки двадесети

становник земље у транзицији имао је доходак мањи од 1\$ дневно док је деценију пре тога тај проблем погађао тек сваког шездесетог становника. У већини транзиционих земаља је економска криза довела до демографске кризе-опadaња броја становника, ширење болест, опadaње фертилитета, пораста морталитета. У многим земљама дошло је до драстичног смањења животног века становништва. Нарочито је дастичан пример Русије у којој је забележен порст смртности мушкараца између 25 и 54 године живота за 50%. Очекивано трајање живота овог слоја становништва смањено се са 63,5 година 1970. на 58 година 1995.год. Сличне тенденције су забележене и у осталим бившим републикама СССР-а.³⁹¹

6.2.2. Поуке из искустава приватизације

Циљеви који су у оквиру приватизационих програма постављени били су слични и прилично амбициозни. То су углавном: обезбеђивање прилива средстава у државн буџет, подизање нивоа економске ефикасности, унапређење власничке структуре, смањење улоге државе, развој националног тржишта капитала. Различити почетни услови, степен економског развоја, географски положај, располагање природним ресурсима, одабрана стратегија и конзистентност у спровођењу програма приватизације допринели су различитим резултатима приватизације, нарочито у првим годинама транзиције. Анализе су показале да су почетни услови појединих земаља били значајни само у почетном периоду транзиције. Кључна је улога политичког руководства у обликовању реформи.

У почетку се сматрало да је неограничена либерализација лек за све проблеме транзиционих земаља. Илузија о саморегулишућем тржишту које ће само по себи државу искључити из привреде, извршити прераспodelу својине у корист ефикасних власника, нерационалну производњу заменити профитабилном је превазиђена. Искуства су показала да су тржишне реформе дале одговарајуће резултате у оним земљама у којима је држава задржала значајну улогу у привреди. Држава има битну улогу у изградњи законодавних, правних основа тржишне економије, односно дефинисању правила игре, у изради програма приватизације и праћењу њеног спровођења, у антимонополском регулисању економије, регулисању спољноекономских односа и у социјалној заштити.

Све су се земље определиле за комбинацију неколико модела приватизације како би испуниле више циљева истовремено. Обзиром да сваки модел има своје предности и недостатке свака земља треба да пронађе оптималну комбинацију јер ни један модел није универзалан. Масовна ваучерска приватизација је испунила основно очекивање: брзу приватизацију преко ваучера укључујући широки слој становништва на транспарентан и

³⁹¹ Бабић. Стојан, *Транзиција-дијагноза Светске банке, Месечне анализе и прогнозе, Институт економских наука, Београд, 1997., стр. 30*

правичан начин. Међутим, приватизација дифузним власницима и радницима предузећа није била погодна за реструктурисање предузећа. Инсајдерска приватизација се показала као неефикасна јер радници као већински власници не могу максимизирати два супротна циља: плату и профит. Приватизациони програми масовне приватизације који подстичу или захтевају улагање у ПИФ-ове били су ефикаснији јер фондови имају суштинску функцију корпоративног управљања при чему је реструктурирање кључна компонента.

Табела 55. Оцена приватизације и методи приватизације у транзиционим земљама

Земља	Почетак приватизације	Оцена развоја приватизације*	Директна продаја	Масовна ваучерска приватизација	Приватизација у којој учествују менаџери и запослени	Инвестирање преко приватизационих фондова: допуштено(А) подстакнуто(В) принудно(С)
Албанија	1995	2	-	секундарна	примарна	В
Јерменија	1994	3	-	примарна	секундарна	А
Азербејџан	1997	2-	секундарна	примарна	-	А
Белорусија	1995	1	-	секундарна	примарна	А
Босна и Херц.	2000	2	секундарна	примарна	-	А
Бугарска	1995	3	примарна	секундарна	-	В
Хрватска	1998	3	-	секундарна	примарна	В
Чешка	1992	4	секундарна	примарна	-	В
Естонија	1993	4	примарна	секундарна	-	А
Грузија	1995	3+	секундарна	примарна	-	-
Мађарска	1991	4	примарна	-	секундарна	А
Казахстан	1994	3	примарна	секундарна	-	С
Киргистан	1994	3	-	примарна	секундарна	А
Летонија	1994	3	примарна	секундарна	-	А
Литванија	1991	3	секундарна	примарна	-	А
Македонија	1996	3	секундарна	-	примарна	-
Молдавија	1994	3	секундарна	примарна	-	Е
Пољска	1995	3+	примарна	-	секундарна	С
Румунија	1992, 95	3-	секундарна	-	примарна	С,А
Русија	1992	3+	секундарна	примарна	-	В
Словачка	1992	4	примарна	секундарна	-	В
Словенија	1994	3+	-	секундарна	примарна	А
Таџикистан	1997	2+	примарна	секундарна	-	-
Туркменистан	1998	2-	секундарна	-	примарна	-
Украјина	1995	2+	секундарна	-	примарна	А
Узбекистан	1996	3-	секундарна	-	примарна	С

Прогрес у приватизацији је приказан по показатељима EBRD-а и односи се на приватизацију великих и средњих предузећа. Показатељ 2 означава да је до 25% имовине приватизовано, показатељ 3 да је више од 25% имовине приватизовано, 4 више од 50% и 4+ да је више од 75% имовине приватизовано.

Извор: -Nichole M. Castater, *Privatization as a Means to Societal Transformatio: An Empirical Study of Privatization in Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union*, Univesrity of South Carolina, 2002

-Подаци European Bank for Reconstruction and Development

Многе земље бившег Совјетског Савеза и бивше Југославије значајно су подржале инсајдерску приватизацију. Међутим, интерно власништво није основа за реструктурирање

предузећа, редукцију вишка запослених, измештање социјалних функција из предузећа. Проширење развојних капацитета немогуће је без додатног капитала који инсајдери немају. Земље попут Мађарске, Пољске, Естоније у којима је примарна приватизација била продаја стратешким партнерима акценат је стављен на повећање перформанси предузећа након приватизације. Снага овог типа приватизације је да обезбеђује директну инфузију потребног капитала у предузећа и оно добија власнике који имају мотивацију и знање да увећају своју инвестицију.

На бази искустава транзиционих земаља можемо закључити да најбоље резултате постижу предузећа која контролишу стратешки инвеститори, поготово ако су у питању страни инвеститори. Предузећа која су продата преко транспарентних аукција и тендера стекла су квалитетније власнике. Холдинг компаније, инвестициони фондови, власници великих пакета акција показали су се такође као власници који су у стању да изврше реструктурисање предузећа и увећају њихов профит. Из наведених разлога препоручује се продаја малих предузећа на отвореним аукцијама новим власницима. Средња предузећа треба да буду продата стратешким спољним инвеститорима методом од случаја до случаја, јер је то рационалнији начин приватизације од ваучерске приватизације. Велика предузећа треба продати одговарајућим стратешким спољним инвеститорима. Продаји предузећа у секторима које карактеришу природни монополи треба приступити врло опрезно уколико их уопште и треба продавати. За успех приватизације битна је и отвореност према страним инвеститорима и омогућавање да учествују приликом директних продаја предузећа. Страни инвеститори су често у најбољем положају да обезбеде средства и способне кадрове за реструктурисање предузећа.

При опредељењу за брзину приватизације треба уважити конкретне околности сваке земље и изабрати оптималну брзину. Концепт *корак по корак* уз уважавање специфичности сваке привреде показао се као најприхватљивији. На замке пребрзе приватизације указао је *Stiglitz* указујући да је шок терапија која се заснива на брзој приватизацији донела више невоље него користи. Разлог томе је што економске реформе нису праћене одговарајућим друштвеним и институционалним променама. Нису успостављени законски оквири и нису установљене демократске институције, као и социјални програми. Зато *Stiglitz* даје предност поступној, хуманој приватизацији.

Земље ЦИЕ суочавају се са значајним разликама у продуктивности између старих, реструктурисаних и нових предузећа, што је једна од основних карактеристика транзиције. Све веће учешће реструктурираних и нових предузећа условило је раст продуктивности у готово свим транзиционим земљама. Највећи пад продуктивности је био 1992. године али већ 1995. започиње раст готово у целом региону. Многе земље су ушле у фазу брзог раста

продуктивности што је одраз свежих капиталних инвестиција, иновативности и развоја предузетништва.

Табела 56. Промене у продуктивности рада у индустрији (%) у земљама Централне и Источне Европе и земљама бившег Совјетског Савеза

Земље	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999.
Албанија	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Јерменија	-9,9	-0,2	-41,4	0,4	7,4	20,0	20,2	-2,2	4,8	-
Азербејџан	-3,5	7,3	-19,0	-12,0	-21,0	-16,6	16,1	17,3	3,0	-
Белорусија	3,6	0,7	-3,5	-7,5	-13,2	-0,9	4,7	18,6	11,3	7,5
Босна и Херц.	-	-	-	-	-	-	-	16,52	27,05	-
Бугарска	-8,6	-5,3	-3,1	-2,8	12,6	7,3	2,1	-3,4	-4,4	-2,8
Хрватска	-10,4	-13,1	-0,8	-2,8	1,6	5,8	11,4	14,1	7,3	3,8
Чешка	0,6	-19,3	-0,2	-0,5	7,9	8,1	2,6	5,6	5,1	-2,5
Естонија	-	-3,2	-30,3	-5,1	0,9	-5,6	7,5	22,4	4,0	-10,9
Грузија	-	-14,9	-12,1	-5,4	-21,0	2,9	21,2	-16,2	-0,5	-
Мађарска	-4,0	-8,3	4,0	16,3	14,7	10,5	4,4	11,7	6,6	9,5
Казахстан	0,7	-2,3	-10,5	-1,0	-21,2	0,9	2,9	17,3	1,8	13,8
Киргистан	-0,4	7,4	-23,7	-17,0	-14,5	-25,8	16,5	48,8	18,0	-
Летонија	-	-	-	-23,1	-11,1	13,9	9,5	0,8	8,1	-2,7
Литванија	-	4,8	-28,0	-19,4	2,1	13,5	11,2	10,2	3,5	-
Македонија	-7,5	-9,6	-10,0	-10,4	-4,9	3,1	9,2	8,2	6,5	-1,9
Молдавија	0,9	-4,4	-25,5	7,3	-23,1	11,8	7,9	8,0	-9,2	-
Пољска	-19,7	0,0	12,5	13,8	13,0	6,3	9,1	10,5	5,5	9,1
Румунија	-21,1	-18,7	-10,0	10,4	8,6	16,1	5,3	3,8	3,2	-
Русија	2,1	-5,5	-14,6	-11,2	-11,5	4,6	1,3	7,9	-0,3	7,3
Словачка	-4,0	-15,7	7,3	-1,1	9,0	4,0	2,5	4,8	9,1	2,6
Словенија	-7,9	-2,0	-3,0	6,7	11,4	7,2	6,6	5,2	5,2	5,7
Тадигистан	-1,5	-1,7	-22,5	8,2	-22,5	-3,2	-23,1	16,6	-	-
Туркменистан	-0,5	9,4	-12,3	-5,9	-22,9	-6,3	19,6	-29,8	-	-
Украјина	3,7	-4,0	-1,8	-1,9	-21,4	-4,0	3,1	6,1	6,6	-
Узбекистан	0,4	0,5	-1,7	2,3	10,5	-1,6	4,1	6,3	5,3	-
Средња вредн.	-4,4	-4,3	-10,9	-2,6	-4,5	3,0	7,3	8,4	5,6	4,6

*Оценена су поља од почетне године приватизације.

Извор: Подаци European Bank for Reconstruction and Development

Нова предузећа су продуктивнија од реструктурисаних а реструктурисана предузећа су продуктивнија од старих. Са развојем тржишта разлике у продуктивности се смањују и када се оне потпуно изгубе може се сматрати да је транзиција у једној земљи завршена. Омогућавање бенефиција старим предузећима у виду не плаћања пореза, доприноса и дугова банкама изазивач је проблема и криза. Комбинација стратегија подстицања нових предузећа и дисциплиновања и наметања строгих буџетских решења старим предузећима од битног је значаја за алокацију средстава у продуктивније пројекте. Реструктурисана и нова предузећа су у могућности да апсорбују раднике и основна средства из старих предузећа и да инвестирају у проширење производње. Током времена реструктурисана и нова предузећа постају критична маса која може да превазиђе негативне ефекте старих предузећа што доводи до опоравка и општег привредног раста.

Анализе из претходних година дале су одређене закључке и смернице:

- Транзиција је дуг и тежак процес;
- Док су услови на почетку транзиције имали снажан утицај на сам ток транзиције, у каснијем периоду политике постају пресудне за постизање реалних услова;
- Изградња институција које подржавају тржиште и приватне фирме остаје основни изазов транзиције. При томе само доношење закона и прописа није довољно већ је потребна и њихова доследна примена у пракси;
- Нове фирме су покретачка снага привредног раста у транзиционим економијама.

У процесу транзиције мора да се уважава прошлост и садашњост земље у којој се она одвија, историјско искуство, социјална, културна и национална традиција, геополитички положај, број становника, природни ресурси и други фактори који битно карактеришу једну земљу. Свака од тих земаља има сопствени пут трансформације чиме се негира постојање једног најбољег пута у демократско друштво и тржишну привреду.

РЕЗИМЕ

Фундаментална промена у двадесетом веку је свакако успостављање тржишног система у бившим социјалистичким земљама. Искуство је показало да је процес транзиције комплексан, тежак и дуготрајан. Настале су изузетне промене у првој деценији транзиције, од 1990. до 1999. године и искуства појединих земаља веома варирају. Оцена развоја транзиције на крају 1999. године креће се од најслабије просечне оцене Туркменистана од 1,4 до најбоље оцењених транзиционих процеса Чешке, Естоније и Пољске са просечном оценом 3,5 и Мађарске са највећом просечном оценом 3,7.

Просечна оцена за транзицију има опадајући тренд идући од западних земаља ка источним. Географска близина Западу и степен изложености западној култури и тржишним принципима пре транзиције одваја земље Централне Европе. Културна и географска близина је јасно помогла Мађарској, Чешкој и Пољској које су биле доста напредније и пре почетка транзиције. Поред географског положаја ове земље су биле развијеније и са више природних ресурса од осталих земаља. Док су почетни услови били примарни на почетку транзиције, тржишно оријентисане реформе економске политике одиграле су значајну улогу у подстицању економског раста у каснијем периоду. Земље које су имале институције које подржавају тржиште и приватна предузећа постигле су већи напредак у либерализацији и макроекономској стабилизацији. Развој институција и либерализација у развијенијим транзиционим земљама су били успешнији и због подстицаја вођених европским интеграцијама.

Табела 57.

Оцена развоја транзиције на крају 1999. године

Земље	Приватизација великих и средњих предузећа	Приватизација малих предузећа	Управљање и реструктурирање предузећа	Либерализација цена	Трговина и девизни систем	Политике конкуренције	Реформе банкарства	Тржиште ХоВ	Просечна оцена
Албанија	2	4	2	3	4	2	2	2-	2,6
Јерменија	3	3+	2	3	4	2	2+	2	2,7
Азербејџан	2-	3	2	3	3+	1	2	2-	2,2
Белорусија	1	2	1	2-	1	2	1	2	1,5
Б и Х	2	2	2-	3	3-	1	2+	1	2
Бугарска	3	3+	2+	3	4+	2	3-	2	2,8
Хрватска	3	4+	3-	3	4	2	3	2+	3
Чешка	4	4+	3	3	4+	3	3+	3	3,5
Естонија	4	4+	3	3	4	3-	4-	3	3,5
Грузија	3+	4	2	3	4	2	2+	1	2,7
Мађарска	4	4+	3+	3+	4+	3	4	3+	3,7
Казахстан	3	4	2	3	3	2	2+	2	2,7
Киргистан	3	4	2	3	4	2	2+	2	2,8
Летонија	3	4	3-	3	4+	3-	3	2+	3,1
Литванија	3	4+	3-	3	4	2+	3	3-	3,1
Македонија	3	4	2	3	4	1	3	2-	2,7
Молдавија	3	3+	2	3	4	2	2+	2	2,7
Пољска	3+	4+	3	3+	4+	3	3+	3+	3,5
Румунија	3-	4-	2	3	4	2	3-	2	2,8
Русија	3+	4	2-	3-	2+	2+	2-	2-	2,5
Словачка	4	4+	3	3	4+	3	3-	2+	3,3
Словенија	3+	4+	3-	3	4+	2	3+	3	3,2
Таџигистан	2+	3	2-	3	3-	1	1	1	2
Туркменис.	2-	2	2-	2	1	1	1	1	1,4
Украјина	2+	3+	2	3	3	2	2	2	2,5
Узбекистан	3-	3	2	2	1	2	2-	2	2

**Прогрес у приватизацији је приказан по показатељима ЕБРД-а. Оцена 1 показује малу приватну својину, оцена 2 означава да је до 25% имовине приватизовано, оцена 3 да је више од 25% имовине приватизовано, 4 да је приватизовано више од 50% државне имовине и 4+ више од 75%. Оцена осталих показатеља представља градацију успеха појединих земаља од малог напретка који је оцењен оценом 1 до оцене 4+ која показује да земља достиже стандарде и нормативе напредних индустријских економија.*

Извор: Израчунато на бази података Transition report 2000, European Bank for Reconstruction and Development

Утицај инвестиционих фондова на процес транзиције у појединим земљама и њихов допринос овом процесу одражавају ЕБРД индекси којима се оцењују постигнути резултати у приватизацији и управљању и реструктурирању предузећа. Само четири земље, Грузија, Македонија, Таџигистан и Туркменистан нису користиле ПИФ-ове нити фондове било које врсте у процесу приватизације. Ове земље имају прилично ниске индексе при чему изостанак примене инвестиционих фондова свакако доприноси, поред осталих фактора, оваквим резултатима. Потреба за јачањем корпоративног управљања важна је поука која се може извући из прве деценије транзиције. Инвестициони фондови су кроз реструктурирање предузећа и инвестиције потпомогли пораст продуктивности и ефикасности предузећа а

самим тим и утицали на повећање удела приватног сектора у стварању БДП. Сudeћи по слабом повећању учешћа приватног сектора у БДП транзиција је најслабије напредовала у Таџикистану, Туркменистану и Белорусији.

Табела 58. Транзиционе економије на крају 1999. године- поједини индикатори остварених резултата

Земље	БДП per capita (\$)	БДП (промена у %)	Удео приватног сектора у БДП (%)	Продуктивност рада у индустр. (промене у %)	Стопа инвестиција (% БДП)	ЕБРД индекс управљ. и реструктурирања предуз.	ЕБРД индекс приватизације великих и средњих предузећа
Албанија	1 102	7,3	75	9,0	-	2,0	2,0
Јерменија	485,5	3,3	60	7,8	17,2	2,0	3,0
Азербејџан	498,5	7,4	45	3,5	40,6	1,7	1,7
Белорусија	777	3,4	20	7,5	26,0	1,0	1,0
Б и Х	1027	10	35	-	-	1,7	2,0
Бугарска	1 513	2,4	70	-2,8	16,4	2,3	3,0
Хрватска	4 467	-0,3	60	3,8	22,8	2,7	3,0
Чешка	5 189	-0,2	80	-2,5	32,6	3,0	4,0
Естонија	3 564	-1,1	75	-10,9	25,4	3,0	4,0
Грузија	517	3,0	60	-7,3	7,8	2,0	3,3
Мађарска	4 853	4,5	80	9,5	23,2	3,3	4,0
Казахстан	1 058	1,7	60	13,8	15,0	2,0	3,0
Киргистан	263,8	3,6	60	18,0	12,2	2,0	3,0
Летонија	2 582	0,1	65	-2,7	20,1	2,7	3,0
Литванија	2 880	-4,2	70	8,0	22,5	2,7	3,0
Македонија	1 701	2,7	55	-1,9	17,9	2,0	3,0
Молдавија	271	-4,4	45	-3,2	21,9	2,0	3,0
Пољска	3 987	4,1	65	9,1	25,3	3,0	3,3
Румунија	1 517	-3,2	60	-14,9	20,2	2,0	2,7
Русија	1 249	3,2	70	7,3	17,5	1,7	3,3
Словачка	3 650	1,9	75	2,6	40,8	3,0	4,0
Словенија	10 020	4,9	55	5,7	26,9	2,7	3,0
Таџигистан	176	3,7	30	10,4	-	1,7	2,3
Туркменист.	381,7	16,0	25	4,3	-	1,7	1,7
Украјина	619,5	-0,4	55	2,8	19,3	2,0	2,3
Узбекистан	304,2	4,1	45	5,3	19,2	2,0	2,7

Извор: European Bank for Reconstruction and Development

У свим транзиционим земљама дошло је до повећања незапослености, пада животног стандарда и повећања сиромаштва. Најнижи БДП по глави становника је забележен у Таџигистану, свега 176\$. Иако имају далеко боље резултате и све остале транзиционе земље имају далеко нижи БДП по глави становника од развијених европских држава. Док се он у развијеним европским земљама 1999. године кретао између 20 000\$ и

30 000\$, Словенија је достигла тек нешто више од 10 000\$ по глави становника, Чешка 5 189\$ а Мађарска 4 853\$.³⁹²

У раним фазама транзиције у свим земљама је дошло до пада производње и продуктивности јер су многа предузећа избегавала да отпуштају раднике. Након 2-3 године пад продуктивности и БДП у развијенијим земљама се зауставља и оне улазе у фазу раста што су условили савремени методи управљања, иновације производа, свеже капиталне инвестиције. Док је кумулативан пад производње у Пољској у првој деценији транзиције био свега 6% у Чешкој је био нешто већи и износио је 12%, Словенији 14%, Мађарској 15%, Бугарској 16%. Пад производње је био далеко већи у Русији, чак 40% а у осталим земљама бившег Совјетског Савеза у просеку преко 50% (Грузији 78%).

Табела 59. Перформансе транзиционих економија на крају 1999. године

Земље	Кумулативни пад производње (%)	Приход од приватизације (кумулат. % БДП)	Спољни дуг (% БДП)	Удео индустрије у БДП (%)	Удео пољопривреде у БДП (%)	Удео запослених у индустрији (%)	Стопа незапослености (%)
Албанија	33	3,9	26,5	11,9	52,6	7,8	18,0
Јерменија	63	11,8	46,3	28,3	31,4	15,2	11,6
Азербејџан	60	2,7	24,1	23,5	21,7	6,5	13,9
Белорусија	35	1,1	35,9	35,0	12,0	28,7	2,1
Б и Х	-	-	70,6	22,5	16,0	-	40,0
Бугарска	16	8,7	80,5	24,6	15,9	23,9	16,0
Хрватска	36	6,8	48,4	25,1	8,6	19,7	13,6
Чешка	12	9,1	42,3	34,3	3,7	34,7	9,4
Естонија	35	14,8	56,0	14,7	4,3	23,6	12,3
Грузија	78	23	63,0	13,0	28,0	6,9	14,9
Мађарска	15	13	59,9	25,9	5,4	27,4	7,0
Казахстан	41	18	50,1	23,2	9,4	11,4	14,1
Киргистан	50	1,9	138,7	18,4	38,5	8,9	-
Летонија	51	3,5	60,7	17,6	3,6	17,3	14,4
Литванија	44	8	40,8	20,1	7,9	8,0	14,1
Македонија	-	-	43,6	20,7	9,2	27,7	32,4
Молдавија	63	-	105,7	16,2	22,3	14,3	2,0
Пољска	6	7,7	38,3	28,2	5,2	21,1	13,0
Румунија	21	7,7	27,1	27,8	13,9	22,0	11,5
Русија	40	3,6	87,1	32,9	6,7	18,7	11,7
Словачка	23	11	53,1	24,2	4,4	24,4	19,2
Словенија	14	2,5	27,4	27,5	3,2	39,5	7,4
Таџигистан	40	4,0	94,9	22,5	6,6	8,3	1,8
Туркменистан	48	0,3	109,5	29,2	24,6	12,3	-
Украјина	59	1,9	37,3	24,6	11,4	21	4,3
Узбекистан	18	2,7	57,6	-	-	12,8	0,6

Извор: European Bank for Reconstruction and Development

³⁹² European Bank for Reconstruction and Development, Transition report 2000

Интересантно је да су све транзиционе земље повећале спољни дуг иако су имале прилив од приватизације. То указује да средства нису искоришћена производно, за нове инвестиције, већ су се прелила у потрошњу и то из увоза јер је домаћа производња била у прилично лошем стању.

Транзицију у стопу прати деиндустријализација. Индустриски сектор је у свим транзиционим земљама пао на мање од 1/3 привреде. Прерана деиндустријализација је структурни узрок раста незапослености јер повећање продуктивности рада због нових инвестиција у предузећима води ка отпуштању радника. Многа предузећа која нису издржала конкуренцију су пропала.

Многи инвестициони фондови су успели да у процесу транзиције консолидују предузећа и изврше њихово реструктурирање и на тај начин утичу на раст друштвеног бруто производа. Како би што боље показали интензитет и квалитет утицаја инвестиционих фондова на кретање БДП у транзиционим економијама користићемо корелациону анализу. Корелациона анализа показује степен зависности променљивих, тј. корелација мери јачину повезаности између две променљиве. Најприхватљивија мера је коефицијент просте линеарне корелације или *Pearsonov* коефицијент чија се вредност креће од +1 (савршена позитивна корелација) до -1 (савршена негативна корелација). *Pearsonov* коефицијент се може израчунати помоћу следеће формуле:

$$r = \frac{n \sum xy - \sum x \sum y}{\sqrt{n \sum x^2 - \sum x^2} * \sqrt{n \sum y^2 - \sum y^2}}$$

Обрачун коефицијента корелације између раста бруто домаћег производа и раста инвестиционих фондова у транзиционим земљама указује да у посматраном периоду међу њима постоји јака позитивна корелација у свим приказаним земљама. Најјача корелациона веза међу наведеним варијаблама је у Словачкој у којој је коефицијент корелације готово 1 ($r = 0,99$). У Чешкој и Мађарској коефицијент корелације је $r = 0,95$ што говори да међу наведеним варијаблама постоји јака корелациона веза. У Пољској и Румунији коефицијент корелације је $r = 0,98$ што указује на још јачу везу међу наведеним варијаблама. Најслабији коефицијент корелације је у Русији $r = 0,90$ али и он указује на јаку позитивну корелацију између раста БДП и раста вредности инвестиционих фондова.

Табела 60. Корелација између раста БДП и активе инвестиционих фондова
у појединим транзиционим земљама
(милиони \$)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
Чешка- БДП Инвестиц. фондови	52623	55743	53447	56856	61802	75256	91259	107998	125155	Коефицијент корелације $r = 0,95$
Мађарска- БДП Инвестиц. фондови	45571	47056	49015	46830	52428	65317	83012	100707	109373	Коефицијент корелације $r = 0,95$
Пољска - БДП Инвестиц. фондови	135876	157354	154297	171114	190221	197914	216594	252464	302628	Коефицијент корелације $r = 0,98$
Румунија - БДП Инвестиц. фондови	-	-	-	37005	40163	45845	59415	75581	98409	Коефицијент корелације $r = 0,98$
Русија- БДП Инвестиц. фондови	448214	269376	181979	246744	306561	345576	431512	581339	765608	Коефицијент корелације $r = 0,90$
Словачка- БДП Инвестиц. фондови	-	-	-	-	-	-	33107	42179	47644	Коефицијент корелације $r = 0,99$

$r = 0$ до (+ или -) 0,25: нема повезаности; $r = (+$ или -) 0,26 до (+ или -) 0,50: слаба повезаност; $r = (+$ или -) 0,51 до (+ или -) 0,75: умерена до добра повезаност; $r = (+$ или -) 0,76 до (+ или -) 1: врло добра до изврсна повезаност; $r = (+$ или -) 1: математичка повезаност

Извор: Прерачун на бази података Investment Company Institute, Fact Book и European Bank for Reconstruction and Development

Добијени резултати указују на јаку позитивну корелацију између раста БДП и раста инвестиционих фондова у одабраним транзиционим земљама а тиме и јак утицај инвестиционих фондова на раст БДП. Инвестициони фондови су својим деловањем убрзали процес приватизације, реструктуирања и модернизовања привреде и заједно са бројним другим факторима утицали на ниво БДП у овим земљама. Међутим, инвестициони фондови у транзиционим земљама су још увек слабо развијени и имају прилично слабу снагу. У високо развијеним земљама, са развијеним и стабилним тржиштем капитала, имовина инвестиционих фондова се креће од 10 до 24 одсто БДП док у напреднијим транзиционим земљама 4 до 7 одсто БДП. У мање развијеним земљама њихова вредност је мања од 1 одсто БДП што указује на слабу економску снагу инвестиционих фондова чији развој тек предстоји.

Инвестициони фондови су у процесу транзиције извршили концентрацију власништва предузећа, њихову консолидацију и реструктурирање. Тиме су унапредили ефикасност и конкурентност приватизованих предузећа али је то имало за последицу велико отпуштање радника. Отпуштањем радника остварена је већа продуктивност на нивоу предузећа али је истовремено дошло до масовне незапослености. Реструктурирана предузећа отпустила су вишак радника али нова предузећа, којих је нарочито на почетку транзиције било мало, нису била способна у истом темпу да их апсорбују. Нова предузећа треба да еволуирају у свом развоју и брзо увећају свој удео у укупној запослености. Ова предузећа морају досегнути праг од 40% свог доприноса запошљавању да би била кадра да постану покретачи раста. Онда кад инвестициона клима постане подстицајна за ступање нових актера на економску сцену, нова предузећа увећавају свој удео у запослености развијајући критичну масу неопходну за покретање економског раста.

Заштита старих државних, невиталних предузећа, кроз мека буџетска ограничења представа оптерећење за буџет. Ова предузећа апсорбују више ресурса него што их сама производе што изазива смањење друштвеног производа. Економски раст одражава однос између старих предузећа којима је потребна државна подршка и која умањују раст и реструктурираних и нових предузећа која повећавају раст. Кључ за разумевање због чега је раст у неким транзиционим привредама био већи него у другима је заправо мера ефикасности политике у дисциплиновању старог сектора и подстицању стварања новог сектора. Успешна транзиција мора да пружа могућности за реструктурирање, иновације и раст предузећа, повољну климу за инвестиције, како домаће тако и иностране. Приватизација је само део реформи и ове земље треба да, истовремено са приватизацијом државних предузећа, стварају и стимулишу развој приватног сектора као кључног фактора за успех целог процеса. Временом политика треба да премести тежиште са приватизације и реструктурирања на стварање богатства кроз нова предузећа.

7. УЛОГА И ЗНАЧАЈ ПРИВАТНИХ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА У ТРАНЗИЦИОНОМ ПЕРИОДУ У ЦЕНТРАЛНОЈ И ИСТОЧНОЈ ЕВРОПИ

Термин *private equity* се односи на улагање новчаних средстава у капитал компанија које нису лиситиране на берзи или компанија које престају да буду лиситиране на берзи након улагања фонда. Приватни инвестициони фондови су обично организовани као партнерства или друштва са ограниченом одговорношћу. Циљ сваког приватног инвестиционог фонда је да својим инвеститорима омогући највећи могући профит током животног века фонда. Доњи лимит удела у приватном инвестиционом фонду је различит од земље до земље. Средства се углавном прикупљају од богатих појединаца, инвестиционих банака, пензионих фондова, осигуравајућих компанија и других институционалних инвеститора. Овако прикупљен капитал се даље инвестира у компаније са циљем да се увећа њихова вредност и на средњи рок продају удели. У том периоду у коме се инвестира у компанију настоји се да се изврши њено реструктурирање и експанзија кроз повећање прихода, оптимизацију трошкова и развој нових технологија. Заштита инвеститора не постоји, те ако пропадне компанија пропадају и удели инвеститора.

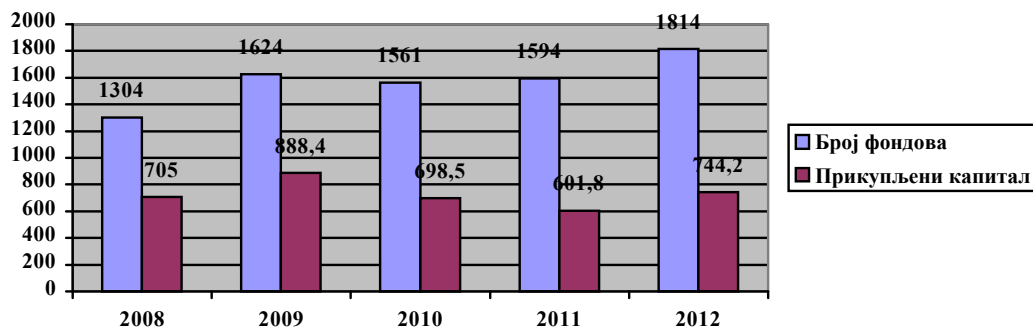
Главне карактеристике приватних инвестиционих фондова су: не лиситирају се на берзи и не продају инвестиционе јединице; не регулише их закон о инвестиционим фондовима; обично имају мањи број инвеститора. Приватни фондови обично продају компаније након 5-7 година, најчешће 10 година, са циљем да остваре интерну стопу повраћаја од најмање 20-25% на годишњем нивоу. Улагања у приватне инвестиционе фондове у 2002. години је било три пута веће него 1990. а такође се и број ових фондова повећавао. Током 2000. године радило је 4000 приватних инвестиционих фондова у свету са имовином од преко 300 милијарди \$.³⁹³

Private equity индустрија је пролазила кроз успоне и падове. Након бума почетком овог века, током 2007. и 2008. ова индустрија доживљава значајно опадање активности. Приватни капитал је претрпео озбиљан ударац као резултат контракције тржишта након финансијске кризе. Ипак, индустрија приватног капитала је пребродила кризу и показује опоравак у 2009. и 2010. год. На почетку 2012. радило је 1814 приватних инвестиционих

³⁹³ Hatch Rob, *Note on private equity asset allocation*, Tuck School of Business at Dartmouth, 2003, str.12,13

фондова са капиталом од 744 милијарди \$. Ово је повећање од 14% у броју фондова и 24% је повећање капитала у односу на 2011. годину.³⁹⁴

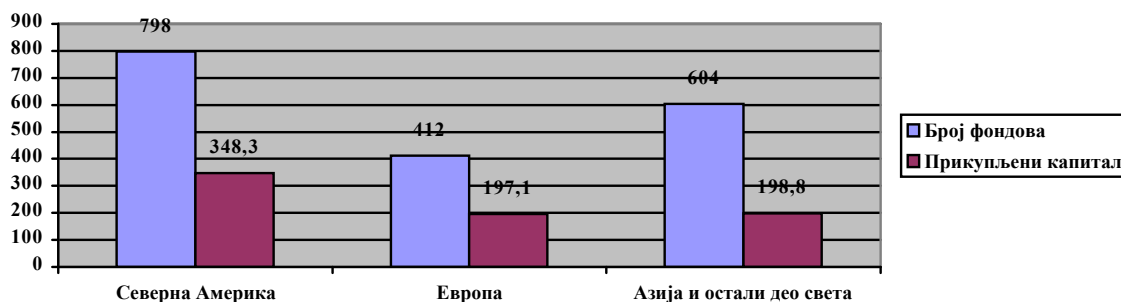
Графикон 38. Приватни инвестициони фондови, 2008-2012.(млрд \$)



Извор: 2012 Global Private Equity Report Contents

Од укупног броја фондова 798 усмерава капитал на Северну Америку и прикупило је средства у износу од 348,3 милијарди \$, што је повећање од 21% у односу на 2011. год. Прикупљени капитал фондова усмерених да инвестирају у Европу је 197,1 милијарду \$, што је повећање у односу на 2011. годину за 38%. Од укупног капитала који је усмерен на Азију и остали део света од 198,8 милијарди \$, 123,3 милијарди \$ је усмерено само на Азију. На Латинску Америку су оријентисани фондови са капиталом од 21,5 милијарди \$ а капитал усмерен на Блиски Исток и Израел је 15,7 милијарди \$.³⁹⁵

Графикон 39. Географска фокусираност приватних инвестиционих фондова (млрд.\$)



Извор: 2012 Global Private Equity Report Contents

Приватни инвестициони фондови су од великог значаја за земље у транзицији јер су интензивирали и потпомогли овај процес. Они су у многим транзиционим земљама

³⁹⁴Leamon Ann, Lerner Josh, Garcia-Robles Susana, *The Evolving Relationship Between LP & GPs, A Study Prepared for the Multilateral Investment Funds Fund Manager Meeting, OMIN Multilateral Investment Fund Member of the IDB Group, 2012, str.2*

³⁹⁵2012 Global Private Equity Report Contents

узели активно учешће у самом процесу приватизације. Често су до већинског пакета акција долазили на секундарном тржишту купујући акције од грађана када су са концентрацијом власништва створене могућности за потпуну реорганизацију компанија. Интензивирали су процес производње, увели нове технологије и иновације, повећали извоз и приход. У каснијој фази приватни инвестициони фондови су потпомагали рад малих и средњих предузећа и развој предузетништва. Многа предузећа у овим земљама су била у финансијским проблемима који бивају ефикасно решени улагањем приватних фондова. *Young Venture Capital Society* у свом извештају за 2006. год. процењује да су приватни фондови инвестирали преко 800 милиона \$ у Источној Европи и преко 1 милијарду \$ у Русији. Највеће инвестиционе активности ових фондова у региону ЦИЕ су остварене током 2008. и 2009. год. и достизале су 2,44 односно 2,43 милијарде еура.³⁹⁶

7.1. Делатност приватних инвестиционих фондова

Са улагањем приватни инвестициони фондови добијају уделе у капиталу компанија. Њихови удели могу бити мањински или већински. Кроз мањински модел улагања они улазе у партнерство са менаџментом које иначе ефикасно послује и познаје тржиште. Приватни фондови дају свој допринос побољшању пословања компанија кроз своју експертизу и своје пословне контакте. Њихови интереси се поклапају и имају за циљ да заједнички успешно послују у будућности. Уколико имају већинско улагање приватни фондови потпуно преузимају контролу над компанијом. Својим учешћем они настоје да повећају вредност компаније и остваре што већи профит.

Улагања у приватне фондове су ризична јер они немају диверзификован портфељ као други инвестициони фондови. Разликују се и по дугом периоду улагања и ограниченој ликвидности. Све је то у супротности са модерном теоријом портфеља али и поред тога из године у годину се повећавају улагања у ове фондове.

Сами фондови су такође постали већи. Тако су, на пример, *venture* фондови били у просеку 17 милиона \$ 1981. године док су 2000. године нарасли на 305 милиона \$.³⁹⁷ Оптимална величина фонда ризичног капитала је између 100 и 400 милиона \$. Фондови величине до 250 милиона \$ су стабилнији и мање су погођени финансијском кризом. Фондови од преко 500 милиона \$ често се боре да одрже своје перформансе.³⁹⁸

³⁹⁶ *EVCA, Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013, str.12*

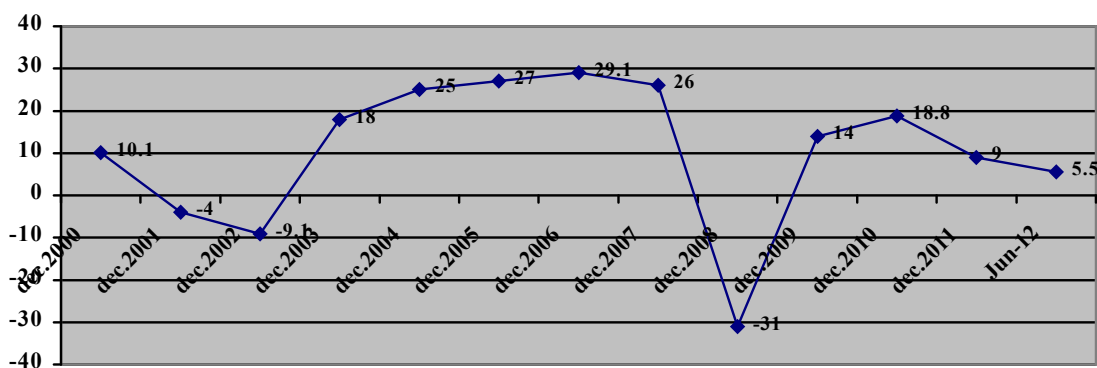
³⁹⁷ *Hatch Rob, Note on private equity asset allocation, Tuck School of Business at Dartmouth, 2003, str.5*

³⁹⁸ *Erik.P.M. Vermeulen, Diogo Pereira Dias Nunes, The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds, Topics in Corporate Law & Economics, 2012, str. 20*

Приватни фондови имају животни век од 10 година са могућим продужењем од 3 године. Првих 5 до 6 година представља инвестициони период фонда. У наредних 5 до 8 година фонд више не улаже. Наиме, сматра се да је око 5 година потребно да се пронађу пројекти у које ће фонд да уложи свој капитал и око 5 година да се фирма у коју је фонд уложио капитал развије и на крају прода.³⁹⁹ Повраћај на уложена средства ових фондова је знатно повезан са стањем финансијских тржишта. *IRR* је остелјива на време и обично пада током времена тако да се високе *IRR* могу видети у раним фазама рада. Већини приватних фондова је потребно између 7 и 8 година да поврате уложени капитал.⁴⁰⁰

Постоје разлике у вредности интерне стопе повраћаја у зависности од врсте фонда, те фондови кредитне куповине (*buyout*) имају најбоље перформансе са *IRR* од 24,3%, затим мешовити (*mezzanine*) фондови имају *IRR* 10,6%, фондови фондова 8,6% и фондови предузетног капитала (*venture*) имају *IRR* од 5,4%.⁴⁰¹ Најниже перформансе индустрија приватног капитала имала је 2008. године када је забележана годишња *IRR* од -31%.⁴⁰²

Графикон 40. Перформансе Private Equity (Једногодишњи ниво IRR)



Извор: Private Equity Growth Capital, Private Equity Performance Update, Returns as reported through september 2012

Док је просечна нето *IRR* за Европу у 2012. години 13,8% за Северну Америку износи 15,3%. За фондове који улажу ван Северне Америке и Европе *IRR* је већа, јер су ове земље у успону а и улагање у земље у развоју подразумева и већи ризик. Фондови фокусирани на Азију имају просечну *IRR* од 16,7% а у другим регионима 20,7%. Просечна нето вредност *IRR* се мења из године у годину.⁴⁰³

³⁹⁹ Tim Jenkinson, Miguel Sousa, Rudiger Stucke, *How Fair are the Valuations of Private Equity Funds*, Said Business School, University of Oxford and CEPR, Economics and Management School, University of Porto and CEF.UP, 2013, str.5

⁴⁰⁰ Hatch Rob, *Note on private equity asset allocation*, Tuck School of Business at Dartmouth, 2003, str.11

⁴⁰¹ 2013 Prequin Private Equity Performance Monitor: Executive Summary, str.2

⁴⁰² Private Equity Growth Capital, Private Equity Performance Update, Returns as reported through september 2012, str.8

⁴⁰³ 2012 Prequin- Target IRRs of Private Real Estate Funds, str.1

7.1.1. Развој приватних инвестиционих фондова

Прве две *private equity investment* компаније *American Research & Development Corporation – ARDC* и *JH Whitnew&Company* основане су 1946. године. Прву је основао *Georges Doriot*, отац предузетног капитала, бивши декан *Harvard Business School*, са циљем развоја предузетништва код војника који су се враћали из рата.⁴⁰⁴ Доношењем закона о малим пословним инвестицијама у САД из 1958. омогућено је лиценцирање посебног типа малих пословних компанија у циљу финансирања и управљања малим предузетничким фирмама. Фирме за ризично улагање капитала током 60-их и 70-их своје инвестиционе активности усмеравају првенствено на инвестирање у фирме високих технологија.

До интензивнијег развоја ових фондова долази 1970-их година у САД а у Европи нешто касније, у касним 1980-им. Свој врхунац у развоју су доживели 90-тих да би након кризе знатно смањили свој капитал. До краја 2011. су се стабилизовали али је *private equity* постала талац стабилизације и опоравка глобалног тржишта капитала.

Капитал приватних фондова у САД имао је вртоглав раст. Са 6,7 милијарди \$ у 1985. год. њихов капитал је порастао на 182 милијарде \$ у 2000. год., односно 272 милијарде \$ у 2007. У међувремену су *private equity* имале трендове опадања и раста, да би у 2012. њихов капитал износио 126. милијарди \$.⁴⁰⁵

Табела 61. Капитал приватних инвестиционих фондова у САД (милион.\$)

Година	Venture Capital	број фондова	Buyouts и Mezzanine Capital	број фондова	Total Private Equity	број фондова
2000	101 418	634	80 615	171	182 033	805
2001	38 923	324	52 523	137	91 446	461
2002	11 867	202	35 077	124	46 944	326
2003	10 587	161	35 913	121	46 500	282
2004	18 137	212	59 878	158	78 016	370
2005	30 627	234	108 250	205	138 877	439
2006	31 372	236	152 566	216	183 938	452
2007	29 378	235	243 264	264	272 642	499
2008	25 577	215	180 924	231	206 501	446
2009	16 194	162	49 871	148	66 066	310
2010	13 520	175	51 675	173	65 195	348
2011	19 296	188	70 103	207	89 400	395
2012	20 066	183	106 250	217	126 316	400

Извор: 2013 NVCA Annual Yearbook, str.25

Приватни инвестициони фондови су покретачи развоја многих индустрија у области електронике, информационе технологије, здравства. У САД захваљујући овом економском моделу потпомогнуто је оснивање 500 000 приватних компанија те су САД постале лидер

⁴⁰⁴ <http://www.privco.com/knowledge-bank/private-equity-and-venture-capital>

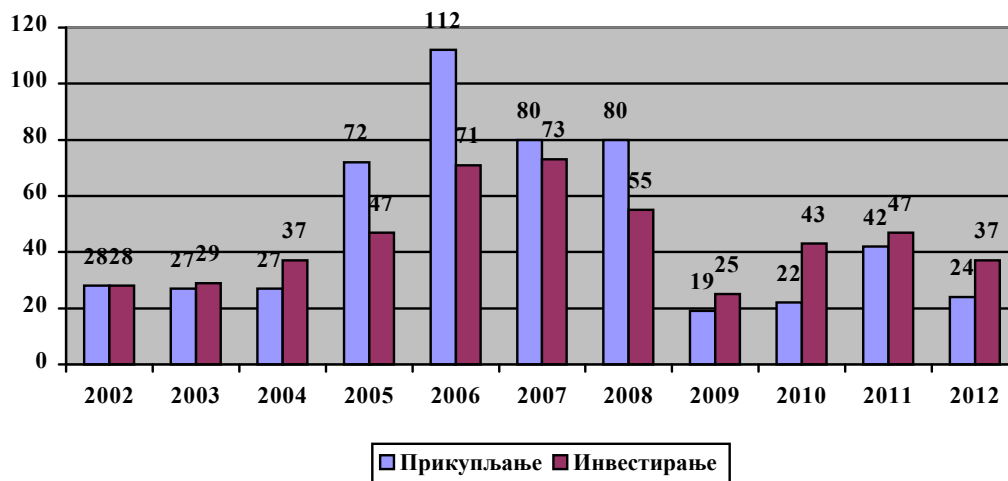
⁴⁰⁵ 2013 NVCA Annual Yearbook, str.25

у оснивању нових радних места. Док је 4 милиона људи остало без посла у великим компанијама, око 16 милиона нових радних места је створено у малим компанијама потпомогнутим приватним инвестиционим фондовима.⁴⁰⁶ *Venture capital* доноси просечно 11% нових радних места и око 21% БДП у САД.⁴⁰⁷

У Европи приватни инвестициони фондови бележе пад у прикупљању средстава као и пад у броју активних фондова. У 1999. год. је било активно око 1600 фондова да би их у 2010. години било свега 558. Средња величина фонда је порасла од 52 милиона \$ у 2006. на 100. милиона \$ у 2011.год.⁴⁰⁸ Највећа улагања у приватне фондове у Европи било је 2006. год. 112 млрд.еура. Финансијска криза је утицала на драстично смањење улагања у наредном периоду. У 2012. прикупљени капитал је износио свега 24 млрд.еур.⁴⁰⁹

Графикон 41.

Прикупљање средстава и инвестирање
приватних инвестиционих фондова у Европи (млрд еур)



Извор: EVCA, Central and Eastern Europe Statistics 2012

Најчешћи облик приватних инвестиционих фондова у Великој Британији је ограничено партнерство са ограниченим роком трајања који је обично 10 година. Индивидуални инвеститори обично улажу у приватне инвестиционе фондове кроз приватне инвестиционе трастове или кроз трастове предузетног капитала. То су компаније које су листиране на берзи и које морају да уложе 70% новчаних средстава у компаније чији су приходи минимум 24 милиона \$. Трастови предузетног капитала су у обавези да уложе минимум 30% у обичне акције при сваком улагању.⁴¹⁰ У Немачкој су приватни фондови

⁴⁰⁶ Стефановић Никола, *Приватни инвестициони фондови*, Београдска банкарска академија, Београд, 2009, стр.20

⁴⁰⁷ www.nvca.org

⁴⁰⁸ Erik.P.M. Vermeulen, Diogo Pereira Dias Nunes, *The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds*, *Topics in Corporate Law & Economics*, 2012, str. 20

⁴⁰⁹ EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2012*, str.6

⁴¹⁰ Biggs Stephanie, *Private Equity:UK, PLC Global Counsel Private Equity Handbook, V. Britanija*, 2007, str.272

жигосани као *скакавци* јер их сматрају једним од водећих фактора финансијске кризе. У овој држави је након 2008. год. знатно редуциран број ових фондова а криза је утицала да се ова улагања боље регулишу. У Холандији приватни фондови се оснивају као приватне компаније са ограниченом одговорношћу или ограничена партнерства. Они могу бити листирани на берзи ако послују најмање три године, имају акције у вредности од минимум 95 милиона евра и пословали су са добитком у најмање три године у последњих пет.⁴¹¹ У Израелу су компаније имале потешкоће да привуку капитал који им је био неопходан за развој. Са увођењем приватних фондова за само 10 година дошло је до такве експанзије да је Израел постао једно од највећих тржишта приватних фондова.

7.1.2. Инвеститори приватних инвестиционих фондова и инвестициони капитал

Инвеститори приватних фондова су у структури ових фондова ограничени партнери који имају пасивну улогу за разлику од менаџмента који је општи партнер и активан инвеститор. Инвеститори су појединци и акредитоване институције: приватни пензиони фондови, задужбине, фондације, банке, осигуравајуће агенције, национални инвестициони фондови, фондови фондова. Они улажу средства у дугорочну, неликвидну инвестицију уз очекивања да ће их држати најмање 7 година.⁴¹² Улагање у приватне инвестиционе фондове је високо ризично јер фондови улажу у ризичне компаније, те инвеститори могу да изгубе комплетна уложена средства. Из тог разлога само инвеститори који могу да поднесу такав губитак треба да улажу у ове фондове.

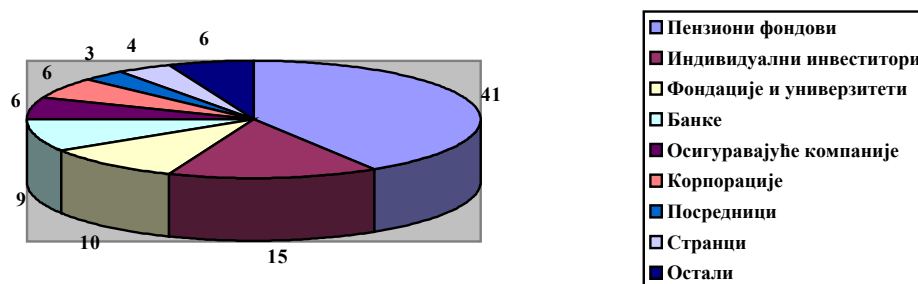
Инвеститори су врло често приватни и државни пензиони фондови. Они обично улажу 4-6% своје имовине у ове фондове а разлог њиховог улагања је висок очекивани профит. Фондације и универзитети такође често улажу у ове фондове, затим банке које на тај начин остварују и контакт са компанијама у циљу продаје својих услуга. Осигуравајуће компаније су такође битни улагачи, затим инвестиционе банке, корпорације, приватни инвестициони фондови који улажу у друге фондове и богати појединци. Пензиони фондови су највећи инвеститори у САД са учешћем од преко 40% у укупним инвестицијама док остали инвеститори имају далеко мање учешће.⁴¹³

⁴¹¹ Стефановић Никола, *Приватни инвестициони фондови, Београдска банкарска академија, Београд, 2009, стр.20*

⁴¹² Leamon Ann, Lerner Josh, Garcia-Robles Susana, *The Evolving Relationship Between LP & GPs, A Study Prepared for the Multilateral Investment Funds Fund Manager Meeting, OMIN Multilateral Investment Fund Member of the IDB Group, 2012, str.6*

⁴¹³ Hatch Rob, *Note on private equity asset allocation, Tuck School of Business at Dartmouth, 2003, str.7*

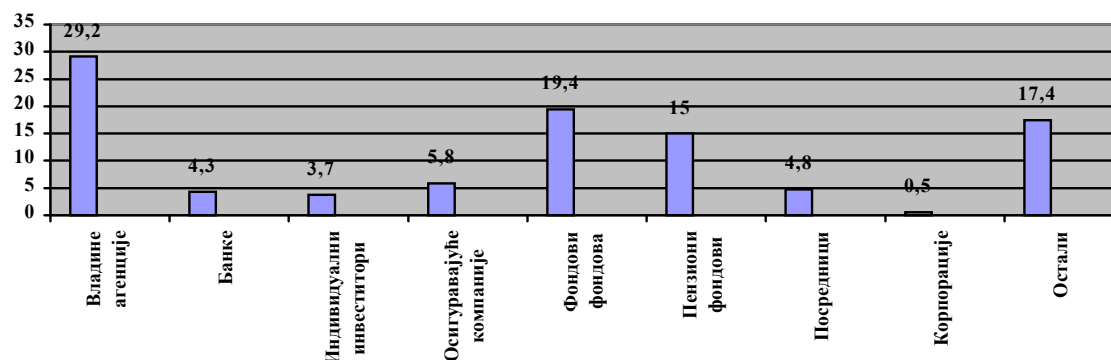
Графикон 42 Процентуално учешће инвеститора у private equity САД



Извор: Hatch Rob, *Note on private equity asset allocation*, Tuck School of Business at Dartmouth, 2003

У региону ЦИЕ државне агенције су највећи извор капитала са преко 29% учешћа. Затим следе фондови фондова и чине преко 19% од укупног улагања а пенzioni фондови су тек на трећем месту са учешћем од 15%. Учешће осигуравајућих компанија је само 5,8% у укупном прикупљеном капиталу а банака 4%.⁴¹⁴

Графикон 43. Извори капитала private equity за ЦИЕ (%), 2012. год.



Извор: EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper*, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013

Инвеститори плаћају накнаду за управљање менаџерима фонда која се креће од 1 до 3% на годишњем нивоу а најчешће је 2%. Поред накнаде деле и део профита са фондом. Неки фондови наплаћују 10% а неки и до 30% од профита. У пракси је најчешћа структура награђивања фондова «2 и 20».⁴¹⁵ Међутим, често се примењује правило да менаџери

⁴¹⁴ EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper*, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013, str.9

⁴¹⁵ Jenkinson Tim, *The development and performance of European private equity*, Said Business School, Oxford University and CEPR, 2009, str.4

фонда добијају 20% профита под условом да стопа приноса *IRR* фонда пређе одређену границу која традиционално износи 8%.⁴¹⁶

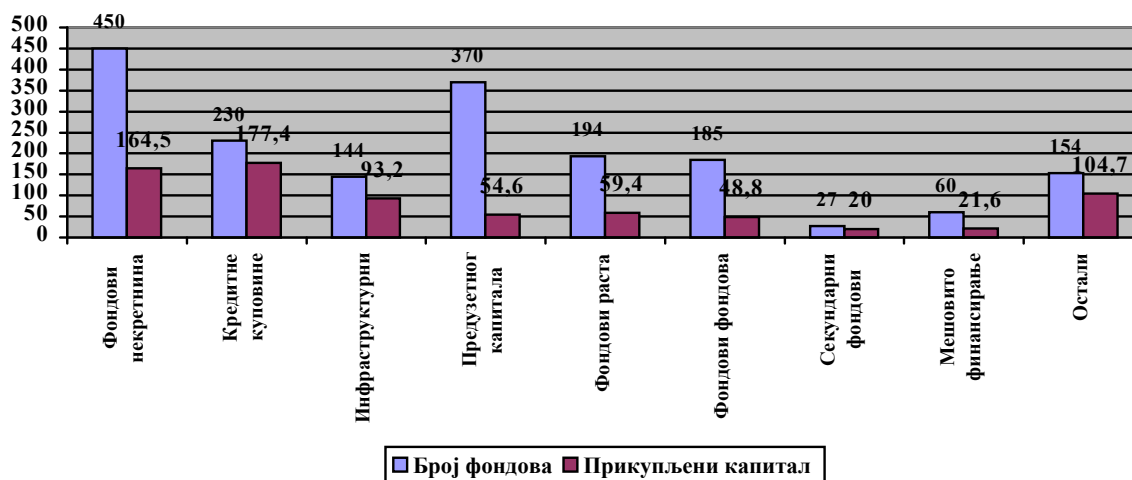
Private equity је пролазио кроз турбулентна кретања, имао успоне и падове, при чему је свака финансијска криза имала јак одраз на њихов развој. Последња финансијска криза је утицала на затварање великог броја фондова и пад њиховог капитала.⁴¹⁷

7.2. Врсте приватних инвестиционих фондова

Приватни инвестициони фондови могу бити:

- Приватни инвестициони фондови предузетног капитала (*venture capital funds*),
- Приватни инвестициони фондови кредитне куповине (*leveraged buyout funds-LBO*),
- Приватни инвестициони фондови мешовитог финансирања (*mezzanine*),
- Приватни инвестициони фондови специјалних намена.

Графикон: 44. Прикупљени капитал по типу фонда 2012. (млрд \$)



Извор: 2012 Preqin, *Global Private Equity Report Contents*

У 2012. години највише капитала су прикупили фондови кредитне куповине 177,4 милијарди \$ а одмах иза њих су фондови некретнина који су прикупили 164,5 милијарди \$.⁴¹⁸ Од укупних прикупљених средстава приватних фондова у ЦИЕ у 2012. год. готово

⁴¹⁶ Tim Jenkinson, Miguel Sousa, Rudiger Stucke, *How Fair are the Valuations of Private Equity Funds*, Said Business School, University of Oxford and CEPR, Economics and Management School, University of Porto and CEF.UP, 2013, str. 5

⁴¹⁷ Payne Jennifer, *Private Equity and its Regulation in Europe*, University of Oxford, Legal Research Paper Series, 2011, str. 25

⁴¹⁸ 2012 Preqin, *Global Private Equity Report Contents*, str. 7

70% су прикупили фондови кредитне куповине док су фондови мешовитог финансирања прикупили свега 22%. Остале врсте фондова су прикупиле знатно мање капитала.⁴¹⁹

Табела 62. Приватни инвестициони фондови у
Централној и Источној Европи у 2011. и 2012. у 000 еур

Година	2011		2012	
	износ	%	износ	%
Приватни инвестициони фондови:				
Предузетног капитала	152 230	16,2	35 420	5,3
Кредитне куповине	488 280	51,9	468 340	69,6
Мешовитог финансирања	140 000	14,9	150 100	22,3
Општи	76 840	8,2	14 120	2,1
Раста капитала	83 300	8,8	5 000	0,7
Укупно	940 650	100	672 980	100

Извор: EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013*

Раст капиталних инвестиција је већи у земљама ЦИЕ (20%) у односу на Европу (10%) што је и природно јер су менаџери фокусирани на раст предузећа у овим земљама.⁴²⁰

7.2.1. Приватни инвестициони фондови предузетног капитала

Приватни инвестициони фондови предузетног капитала улажу у нове фирме или у фирме које су у раној фази развоја, односно беби фази или *start-up* фази. *Venture capital* је ризични капитал са стратегијом инвестирања у младе компаније са високим потенцијалом раста. Углавном су затвореног карактера, фиксне су величине и улажу у високо ризичне компаније које имају потенцијал да остваре натпросечан профит. Постоји више врста ових фондова: приватна партнерства са ограниченом одговорношћу, инвестиционе компаније за улагања у мала предузећа, корпорацијски инвестициони фондови предузетног капитала, фондови предузетног капитала који су филијале. Оптимална величина ових фондова је између 100 и 400 милиона \$. Фондови који су у стању да прикупе преко 500 милиона \$ имају високе перформансе али се често боре да их одрже, а понекад постану и жртве сопственог успеха.⁴²¹

Драматичне су промене у нивоу улагања у фондове ризичног капитала после финансијске кризе. Значајан пад је изазван чињеницом да су институционални инвеститори почели масовно да зазиру од улагања у *venture capital* фондове. Ниво активности предузетног капитала је далеко мањи него што је био 2000. када је био на врхунцу. У 2012. год. 26,6 милијарди \$ је уложено у 3143 предузећа. То је нешто мање него у 2011. год. када

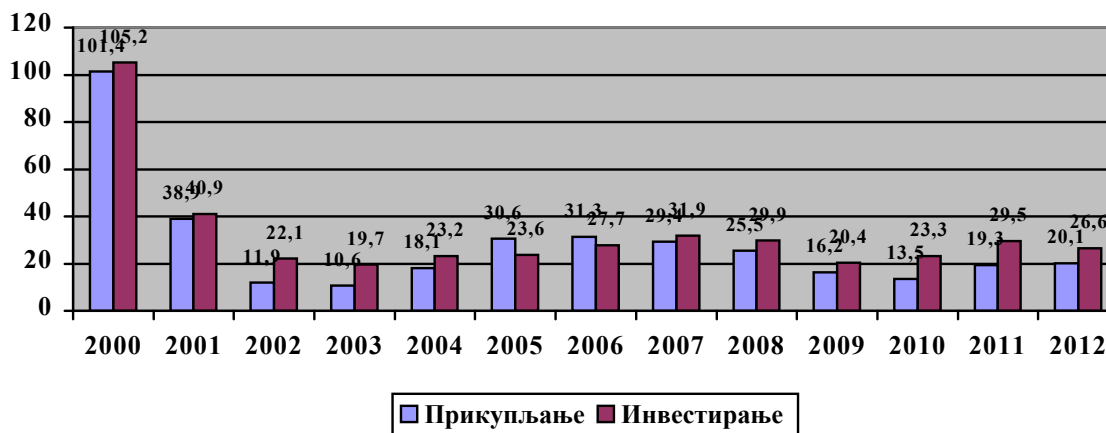
⁴¹⁹ EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013, str.8*

⁴²⁰ EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013, str.18*

⁴²¹ Vermeulen Erik P.M., Diogo Pereira Dias Nunes, *The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds, Topics in Corporate Law & Economics 2012, str..20*

је уложено 29,5 милијарди \$ у 3991 предузеће. Од укупних инвестиција у 2012. чак 53% је уложено у компаније у Калифорнији а водећи сектор је софтвер који је примио 31% од укупних инвестиција.⁴²²

Графикон 45. Тотал venture capital у САД у млрд.\$



Извор: 2013 NVCA Annual Yearbook, str.33

У Европи предузетни капитал има опадајући тренд због финансијске кризе која га је озбиљно угрозила али и због превише регулативе које су уследиле. У 2012. показују се први знаци опоравка, те се прикупљање капитала повећало са 1,1 милијарде \$ у првој половини 2011. на 2,3 милијарде \$ у истом периоду 2012. год. Такође је средња величина фонда порасла са 52 милиона \$ у 2006. на 100 милиона \$ у 2011. Фондови ризичног капитала у Европи све више зависе од државне подршке јер су после кризе владе постале највећи инвеститори. Према подацима *European Venture Capital Association* од 4,1 милијарде еура колики је прикупљени *venture* капитал у Европи у 2011. чак 39,1% долази од владиних агенција. Влада је постала веома атрактиван партнер чиме враћа поверење у индустрију ризичног капитала што је неопходно за стимулисање приватног сектора.⁴²³

У 2012. год. преко 103 милиона еура предузетног капитала је уложено у 123 предузећа у региону ЦИЕ. Ово тржиште чини само 3,2% укупних европских инвестиција предузетног капитала. Од укупних улагања *start-up* улагања чине 71% укупних инвестиција предузетног капитала у региону ЦИЕ.⁴²⁴ Мађарска већ другу годину за редом генерише највећи износ инвестиција предузетног капитала у ЦИЕ од 64 милиона еура са учешћем од 63%. Учешће Пољске од 9% са 9 милиона еура бележи пад од 66% у односу на 2011.

⁴²² 2013 NVCA Annual Yearbook, str.14

⁴²³ Vermeulen Erik P.M, Diogo Pereira Dias Nunes, *The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds, Topics in Corporate Law & Economics 2012, str.20,25*

⁴²⁴ EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013, str.26*

годину. Чешка такође има значајан пад *venture* инвестиција које износе свега 5 милиона еура а друге земље имају још мање *venture* инвестиције.⁴²⁵

Venture capital припада групи алтернативних инвестиционих фондова. Настојање да се *venture capital* у САД укључи под *Investment Advisers Act* из 1940. није успело зато што они не користе дуг и зато што су релативно мали.⁴²⁶ Сматра се да *venture capital* не угрожава стабилност финансијског система. Они имају мало или нимало дуга и ограничено користе левериџ. Ови фондови улажу око 30 милијарди \$ годишње, што је исувише мали износ да би изазвао систематски ризик на финансијском тржишту.⁴²⁷

Правила АИФМД које је донела ЕУ неће бити примењена код *venture* капитала уколико менаџери управљају портфолиом чија актива не прелази праг од 500 милиона еура и под условом да не користе левериџ и не дозвољавају откуп у првих 5 година инвестирања. Већина улагања, 97% ће највероватније бити изузето из АИФМД јер имају мање од 500 милиона еура под управљањем и неће користити левериџ.⁴²⁸ У циљу регулације рада предузетног капитала у Европи донет је правилник *Regulation on European Venture Capital Funds (REVCF)*. Правилник омогућава менаџерима да добију европске пасоше уколико имовина фондова не прелази 500 милиона еура, уколико не користе левериџ и улажу најмање 70% капитала у предузећа која се не лиситирају.⁴²⁹

7.2.2. Приватни инвестициони фондови кредитне куповине

Кредитна куповина фирми представља процес у коме менаџмент откупљује компанију најчешће уз помоћ приватних фондова и екстерног финансирања у облику кредита од обично око 80% средстава. Приватни фондови и менаџмент постају власници компанија тако да они у наредном периоду утичу да компаније постану ефикасније и успешније. Кредитна куповина компанија је много важнија за земље у транзицији него за развијене земље, те Чешка, Пољска и Мађарска раде на њеној примени.

Приватни фондови кредитне куповине су организовани као приватна партнерства са ограниченом одговорношћу. Поред обезбеђивања капитала помажу компанијама у стратегијском развоју, у налажењу менаџера, у привлачењу финансијера, маркетиншким

⁴²⁵ *EVCA, Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013, str.27*

⁴²⁶ *Vermeulen Erik P.M, Diogo Pereira Dias Nunes, The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds, Topics in Corporate Law & Economics 2012, str.6*

⁴²⁷ *Erik.P.M. Vermeulen, Diogo Pereira Dias Nunes, The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds, Topics in Corporate Law & Economics, 2012, str.6*

⁴²⁸ *Vermeulen Erik P.M, Diogo Pereira Dias Nunes, The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds, Topics in Corporate Law & Economics 2012, str.7*

⁴²⁹ *Vermeulen Erik P.M, Diogo Pereira Dias Nunes, The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds, Topics in Corporate Law & Economics 2012, str.8*

плановима и у другим пословима. Они улажу у различите врсте индустрија на дужи рок, 3-7 година. Инвестиционе фирме обично очекују профитну стопу најмање 25-30% годишње. Профит се дели 80% ограниченим партнерима и 20% општим партнерима.

Постоји више облика кредитне куповине фирми: куповина фирми од стране интерног менаџмента, куповина фирми од стране екстерног менаџмента, куповина фирми од стране радника предвођених менаџментом, куповина фирми од стране интерног и екстерног менаџмента, институционална куповина фирми.

У региону ЦИЕ приватни фондови кредитне куповине инвестирали су 655 милиона еура што чини 65% укупних инвестиција приватних фондова у овом региону, док у Европи њихово учешће износи 77%. Пољска је забележила највеће трансакције кредитне куповине у вредности од 291 милион еура или 44% учешћа у региону у 2012. Претходне, 2011. год. вредности укупних кредитних куповина у Пољској су биле 469 милиона еура или 52% учешћа у региону. За њом следе Чешка (11%), Словачка (11%) и Бугарска (9%).⁴³⁰

7.2.3. Приватни инвестициони фондови мешовитог финансирања

Мешовитио финансирање је хибридни облик финансирања између кредитног и акционог финансирања. То је најскупљи облик финансирања и високог је ризика. Овај облик финансирања може бити у облику подређеног кредита или акција а може садржати и разне облике опција. Циљ фондова мешовитог финансирања је да остваре профитну стопу између 15 и 25%. Обзиром да користе као кредитне инструменте и опције то им омогућава да достигну годишњи профит и преко 25%, мада у својим трансакцијама користе кредитне инструменте који носе интересну стопу 4-5% изнад *LIBOR*-а.

Ови фондови обично улажу у компаније које су у могућности да отплате кредит у периоду 4-7 година, кроз рефинансирање кредита, продају фирме, аквизицију фирме или излазак на берзу. У процесу мешовитог финансирања гарантовани кредит чини 60% целокупног кредита, мешовити капитал чини 30% и акциони капитал 10% целокупног капитала. Рацио покривености камате треба да буде око 1,75. Гарантовани кредит треба да буде амортизован у оквиру 7-8 година а подређени кредит треба да буде амортизован у року од 10-12 година. Надређени кредит треба да буде исплаћен пре него што подређени кредит почне да буде амортизован.⁴³¹

⁴³⁰ *EVCA, Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013, str.33*

⁴³¹ *Mark J.P. Anson, Handbook of Alternative Assets, CFA Institute 2002, str 3016*

Постоји више врста инвестиционих фондова мешовитог финансирања: улагања током периода између два финансирања, улагања у циљу затварања гапа у капиталној структури фирме, улагање да се затвори гап при кредитној куповини фирме.

7.2.4. Приватни инвестициони фондови специјалних намена

Приватни инвестициони фондови за компаније у кризи улажу у компаније које су пред стечајем. Познати су под именом *лешинари* јер улажу у слабо квалитетне и високоризичне обвезнице. Обвезнице ових компанија се продају за само део своје оригиналне цене која је свега 2-3%. Ови фондови имају за циљ да унапреде пословање компанија и препродају обвезнице по много вишој цени. Други их пак конвертују у акције, унапређују пословање фирме да би на крају продали акције и тако реализовали профит. Ова врста улагања је веома ризична али могу бити високо профитабилна и достижу до 35% повраћаја на уложена средства.

Фондови фондова су инвестиционе компаније које своја средства улажу у друге приватне инвестиционе фондове. Улагањем у више фондова, они додатно диверсификују свој портфолио. Имају око 20 директних инвестиција у њиховим портфолијима. Фондови фондова са 20 фондова у портфолију имају 400 директних инвестиција што знатно редукује ризик. Започели су експанзију 1978. год. а већ 2002. су управљали имовином од 130 милиона \$.⁴³² Током 2011. год. затворена су 74 фонда фондова, што је повећање од 35% у односу на број затварања у 2009. Капитал фондова фондова је смањен са 21 милијрде \$ у 2009. год. на 15,4 милијарди \$ у 2011. год. највероватније због финансијске кризе. Данас учествују са преко 10% у укупном капиталу приватних фондова.⁴³³

Секундарни фондови су инвестиционе компаније које откупљују интерес тј. учешће од ограничених партнера у приватним инвестиционим фондовима. Разлози због којих ограничени партнери продају свој удео су различити. Најрадије откупљују учешће приватних фондова који су при крају циклуса улагања са попустом 20-50%. Захваљујући свему томе ови фондови су у прилици да реализују натпросечан профит.

Остали фондови специјалних намена обухватају интервалне фондове, прелазне фондове и фондове за реорганизацију. Остали фондови специјалних намена укључују фондове за улагања у експлоатацију нафте, енергију итд.

⁴³² Weidig Tom, Kemmerer Andreas, Born Bjorn, *The Risik Profile of Private Equity Fund-of-funds, Journal of alternative Investments, 2005*

⁴³³ Vermeulen Erik P.M, Diogo Pereira Dias Nunes, *The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds, Topics in Corporate Law & Economics 2012, str.33*

7.3. Утицај приватних инвестиционих фондова на економски развој

Очигледно је да приватни инвестициони фондови утичу на економски развој земаља у којима послују. Они подстичу развој појединих предузећа у која улажу, утичу на њихову ефикасност и профитабилност, што доприноси повећању брутонационалног дохотка земље. Приватни фондови покрећу низ процеса: инвестирање у нове технологије, нове производе и услуге, иновације, модернизацију, побољшање конкурентности. У развијеним земљама *private equity* поспешују стварање нових фирми, нових радних места и утичу на повећање животног стандарда. Иако ови институционални инвеститори имају пре свега одређени интерес у финансијском повраћају средстава и профиту, они су на брзорастућим тржиштима мотивисани жељом да стимулишу предузетништво, економски развој, да утичу на смањење незапослености и сиромаштва. Из наведених разлога они се разликују од типичних приватних инвестиционих фондова на развијеним тржиштима.

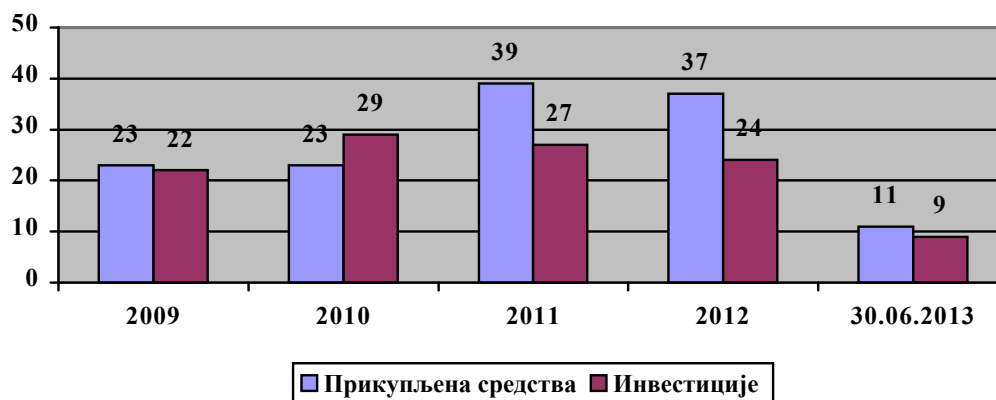
Брзорастућа тржишта се деле на пет географских група: Латинска Америка, Азија, Блиски Исток и Северна Африка, Подсахарска Африка и као једна целина, Централна и Источна Европа, Русија и Заједница независних држава. Ова тржишта су обично у процесу транзиције од затворених ка отвореним тржиштима. Карактерише их бржи раст БДП-а него у развијеним земљама, промене у области приватизације, државног сектора, успостављање слободног тржишта, финансијске реформе, отвореност према страним инвеститорима, политичке промене које воде према демократизацији друштва. Ова тржишта имају своје предности за инвеститоре те привлаче страни капитал због јефтине радне снаге, природних ресурса, интересантног географског положаја.

Улагања у приватне инвестиционе фондове на брзорастућим тржиштима 2006. год. је износило 33 милијарде \$, међутим због светске економске кризе долази до наглог пада улагања. Криза се најпре рефлектовала на тржишта која нису сигурна и стабилна те су улагања у 2009. год. износила свега 23 милијарде \$.⁴³⁴ У наредном периоду долази до повећања инвестиција ових фондова али у 2013. инвестиције су поново опале. Преко 58 фондова инвестирало је током 2013. у 360 послова, укупно 9,5 милијарди \$, што је за 11% мање уложеног капитала у односу на исти период прошле године.⁴³⁵

⁴³⁴<http://www.empea.org/>

⁴³⁵<http://www.empea.org/>

Графикон 46. Прикупљена средства и инвестирање приватних инвестиционих фондова на брзорастућим тржиштима у периоду 2009 – 2013. (у милијардама \$)



Извор: <http://www.empea.org/>

Приватни инвестициони фондови у овим земљама улажу у развој предузећа уводећи нове технологије, нова знања, другачији начин управљања, омогућују излазак на страна тржишта. Модернизована, ефикасна и извозно оријентисана предузећа постају стабилни ослонци целокупног развоја. Повећање нових радних места, смањење сиромаштва, престанак извоза сировина и развој индустријске производње доприносе целокупном економском развоју земље. На овим тржиштима приватни фондови се сусрећу са специфичним проблемима и ограничењима која не постоје на развијеним тржиштима. Мада су ова тржишта подложна економским поремећајима и политичким утицајима она нуде висок повраћај на уложена средства.

7.3.1. Приватни инвестициони фондови и корпоративно управљање

Менаџери приватних инвестиционих фондова бирају за инвестирање компаније које су успешне и које са унапређењем корпоративног управљања могу да дају још боље резултате. У циљу повећања вредности компанија они раде реструктурирање компанија, унапређују њену организациону структуру, анализирају тржиште и конкуренцију, дефинишу асортиман производа, контролишу квалитет, унапређују маркетинг, одређују будуће правце стратегијског развоја. Менаџери приватних инвестиционих фондова настоје да са новим улагањима увећају перформансе и боље тржишно позиционирају компанију. *Private equity* врше реорганизацију компанија уводећи децентрализовану дивизиону организацију. Тако се унапређује организациона структура компаније и смањује се њена зависност од појединца. Плића организациона структура омогућава функционисање целина које су усаглашене са потребама тржишта.

Ефекти корпоративног управљања зависе од капацитета, знања и способности његових носилаца. Компаније са квалитетним корпоративним управљањем постижу бољу профитабилност, више цене акција, више дивиденде и нижи ризик. Менаџери приватних инвестиционих фондова су награђени накнадама на приход које представљају проценат на прикупљена средства, који је у већим фондовима 1-1,5% а у мањим 2%. Друга награда за менаџере фонда је удео у добити фонда. Кад инвеститори постигну одређену унапред договорену стопу приноса, менаџери ће делити обично 20% вишка.⁴³⁶

Полазећи од става да је крајњи циљ улагања приватних инвестиционих фондова профит, веома је битан утицај корпоративног управљања на цене акција компаније. Наиме, квалитетно корпоративно управљање је награђено од стране тржишта вишим ценама акција што је и крајњи циљ менаџера приватних инвестиционих фондова.

Успешност компаније и успостављање ефикасног корпоративног управљања у великој мери зависи од самих акционара. Без снажних и доминантних акционара компаније на транзиционим тржиштима нису у стању да изграде управљачке структуре и да се прилагоде условима тржишне економије. Зато је на овим тржиштима битно привлачење искусних страних инвеститора, попут приватних инвестиционих фондова, који ће својим знањем изнети терет транзиције.

7.3.2. Утицај приватних инвестиционих фондова на ефикасно пословање предузећа

Евидентно је да приватни инвестициони фондови утичу позитивно на економски развој предузећа а самим тим и земаља у којима послују. Улагање ових фондова није само новчано улагање, већ много више од тога, то је професионално подизање перформанси предузећа. Менаџмент фондова утиче на технолошки развој, квалитет производа и услуга, организацију рада, ефикасност управљања, модернизацију, проширење тржишта, смањење трошкова на свим нивоима и побољшање конкурентности. Одређује се стратегијски развој компаније, уведе нове идеје, нови производи и савремена технологија.

Private equity су веома селективни у својим аквизицијама и траже предузећа која имају потенцијал за стварање већих вредности. Имају тенденцију да се фокусирају на индустрију у оквиру својих стручности. Њихов менаџмент има јасан стратешки план и раде брзо како би повратили капитал што је могуће брже. Користе финансијску моћ да повећају повраћај на уложена средства и остваре позитивне приносе.⁴³⁷ Улагањем у компаније подижу се њихове перформансе, унапређује се квалитет производа и услуга кроз примену

⁴³⁶ Gilligan John, Wright Mike, *Private Equity Demystified, Financing Change, Corporate Finance Faculty, 2008, str. 13*

⁴³⁷ Higson Chris, Stucke Rudiger, *The Performance of Private Equity, London Business School, Universiti of Oxford, 2012, str. 26*

високих међународних стандарда и правила. Са применом међународних стандарда омогућава се компанијама да изађу на страна тржишта, олакшава се комуницирање са комитентима и врши се унифицирање пословних докумената.

Улога приватних инвестиционих фондова је посебно значајна у земљама у транзицији у којима не делују развијени тржишни механизми. Приватни фондови на овим тржиштима успешно отклањају недостатке тржишта капитала јер обезбеђују потребна финансијска средства. Ови фондови су преко 70% својих улагања на брзорастућим тржиштима извршили у експанзију малих и средњих предузећа. Мала и средња предузећа брже стварају нова радна места, брже уводе иновације и нове производе. Ова предузећа запошљавају локално становништво а такође и набављају од локалних добављача што увећава позитиван ефекат. Мала и средња предузећа се често сусрећу са бројним проблемима када треба да обезбеде финансијска средства на класичан начин. Приватни фондови су у могућности да амортизују недостатке тржишта капитала и да обезбеде неопходна средства за ова предузећа. Поред тога приватни фондови су у могућности да повежу локалне компаније са страним компанијама и купцима. Средње и мале компаније често немају довољно информација о могућностима извоза. Приватни фондови повезују компаније са страним тржиштима, проналазе нове купце и добављаче, али се врши и трансфер знања и користе се туђа искуства.

7.4. Инвестирање приватних инвестиционих фондова у Централној и Источној Европи

Земље у транзицији спроводе политику која подразумева стварање претпоставки за привредни развој путем привлачења страних директних инвестиција. Иако настоје да привуку страни капитал бројне су препреке које усложњавају долазак страних стратешких партнера и страних инвеститора. На овим тржиштима развој тржишних институција и изградња квалитетне правне, законске регулативе и инфраструктуре слабог је интензитета, те је пословање отежано. Одсуство имплементације закона и одсуство санкционисања услед избегавања примене појединих законских одредби доприносе неповерењу у судске институције. Осим тога ова тржишта су подложна политичким и економским нестабилностима. У њима прети опасност од национализације имовине страних компанија, пада вредности валуте, честих промена пореских закона.

Улагање приватних фондова у регион ЦИЕ, Русије и ЗНД је далеко мање у односу на регион Азије и Латинске Америке. Донекеле изоловане из рецесије брзорастуће економије Азије и Латинске Америке привлачиле су глобалне инвеститоре више од осталих региона. Највеће инвестиције приватних фондова у току 2012. су биле у Азији, 58,8% од

укупних инвестиција ових фондова, затим у Латинској Америци 20,9%, у земљама ЦЕИ, Русије и ЗНД 8,8%, на Блиском Истоку и Северној Африци 6,9% и у Подсахарској Африци 4,9%.⁴³⁸

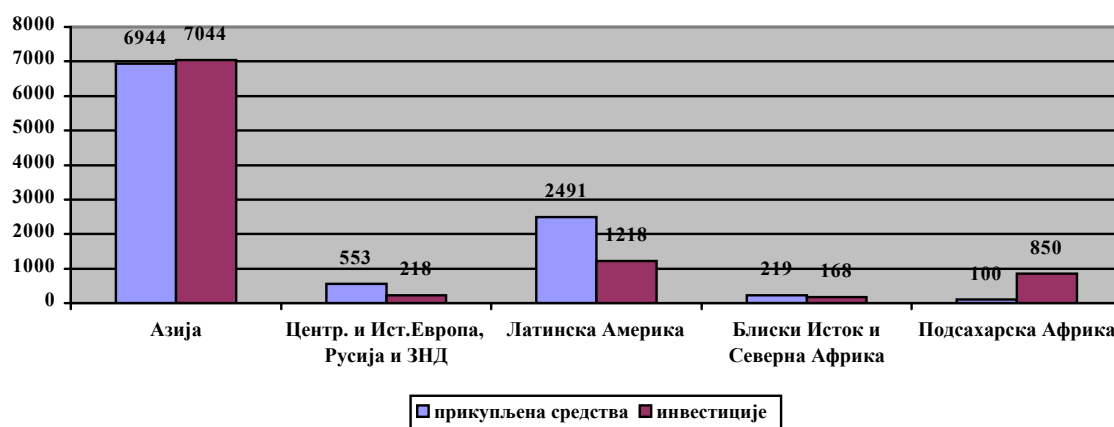
Табела 63. Прикупљена средства и инвестиције у 2012. години
у милионима \$ и процентуално учешће појединих региона

	Прикупљена средства	%	Инвестиције	%
Азија	25 502	69,6	13 947	58,8
Централ. и Источн. Европа, Русија и ЗНД	4 903	13,4	2 093	8,8
Латинска Америка	4 211	11,5	4 959	20,9
Блиски Исток и Северна Африка	548	1,5	1 554	6,9
Подсахарска Африка	1 448	4,0	1 162	4,9
Укупно:	36 612	100	23 715	100

Извор: *Emerging Markets Private Equity Association, EMPEA, PE Quarterly Review*

У 2013. год. Азија задржава водеће место у инвестирању приватних фондова.⁴³⁹ Два највећа тржишта капитала су Кина и Индија а треће по величини Бразил. У Кини је инвестирано 43 милијарде \$ у последњих 5 година, највише од било које земље у развоју. Кина је сада друга највећа привреда на свету а њен раст БДП од 9,2% је далеко надмашио и развијене земље.⁴⁴⁰

Графикон 47. Прикупљена средства и инвестирање приватних инвестиционих фондова на брзорастућим тржиштима у првој половини 2013. године (милион.\$)



Извор: <http://www.empea.org/>

Учешће региона ЦИЕ у укупним европским инвестицијама *private equity* је свега 2%. Улагања инвеститора у овом региону у релативном односу према БДП-у своје земље,

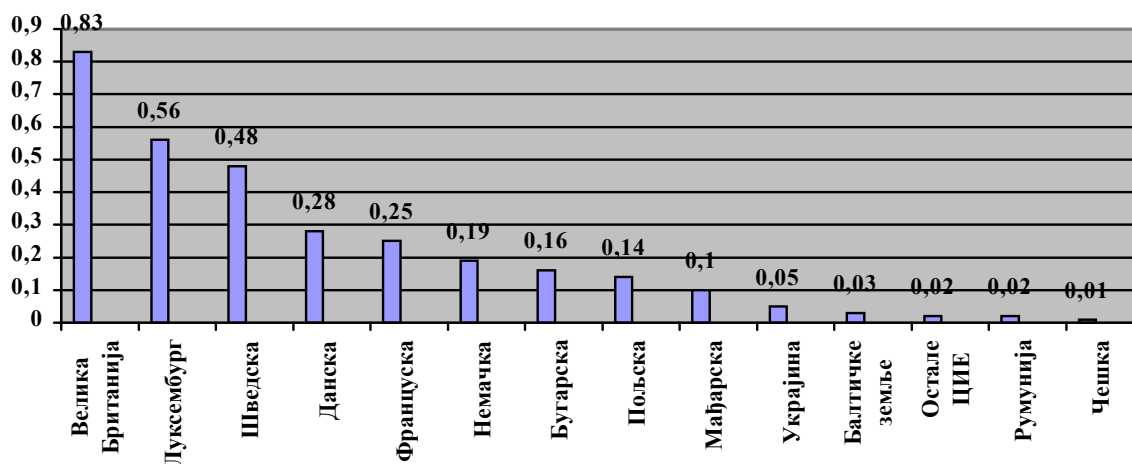
⁴³⁸ <http://www.empea.org/>

⁴³⁹ <http://www.empea.org/>

⁴⁴⁰ *Global Private Equity Report 2012, Bain & Company, str.11*

су 5 до 10 пута мања од улагања у Велкој Британији, Шведској, Данској. У 2012. години просечно инвестирање у Еврпи је износило 0,26% БДП-а.⁴⁴¹

Графикон 48. *Private equity* улагања у 2012. години у односу на БДП



*Ostale CIE se odnosi na zemlje Ex-Yugoslavije i Slovačku
Извор: www.evca.eu

Интензивне привредне реформе и унапређење економских услова доводе до стварања погодног амбијента за привлачење страних инвестиција и улагање приватних фондова у ЦИЕ у будућем периоду.

7.4.1. Улагања приватних инвестиционих фондова

Процедура улагања приватних инвестиционих фондова се састоји у анализи компаније при чему је веома важна финансијска анализа стања компаније, затим анализа тржишта, власничких листова свих објеката, судских спорова. Приватни инвестициони фондови морају пажљиво да анализирају све аспекте пословања компанија те обично улажу у мање од 1% компанија са којима ступе у контакт. Даља процедура улагања се састоји у припреми пословног плана и буџета, закључивању уговора, трансферу новчаних средстава од стране фондова и реализацији сарадње у наредном периоду.⁴⁴²

Приватни фондови на брзорастућим тржиштима учествују у приватизацијама појединих компанија кроз куповину њихових акција. Поред тога они улажу у мала и средња предузећа у циљу њиховог јачања. Они улажу у све индустријске гране и фокусирају се на предузећа која имају потенцијал да буду лидери на регионлном нивоу. Улажу у савремене технологије у подручју медија и телекома, кабловску телевизију,

⁴⁴¹ www.evca.eu

⁴⁴² Gennaro Bernile, Douglas Cumming, Evgeny Lyandres, *The structure of private equity fund portfolios: theory and international evidence*, 2006, str.23

комуникациону инфраструктуру, инвестирају у ИТ системе у банкама и предузећима, развој рачунара и мобилних телефона итд. Међутим, догађа се да не могу да продају акције својих портфолио компанија. Тешкоће у стратегији изласка из инвестиције утичу на приватне инвестиционе фондове да буду веома селективни у избору компанија те оне морају бити атрактивне по свом производном програму и делатности.

У петогодишњем периоду 2007-Q3.2011. од укупно 173 милијарди \$ приватног капитала колико је инвестирано на брзорастућим тржиштима, 107 је инвестирано у Азији (од тога преко 70% у Кини и Индији), 25 милијарди \$ у Латинској Америци (од тога око 65% у Бразилу), а у ЦИЕ, Русији и ЗНД 23 милијарде \$.⁴⁴³

Рекордан раст улагања у првој половини 2013. забележен је у Подсахарској Африци који је био за 45% већи у односу на исти период 2012. Улагања на Блиском Истоку и Северној Африци имала су пад у првој половини 2013. у односу на исти прошлогодишњи период за 56%, због политичких немира, посебно у Египту и Сирији. Инвеститори су се концентрисали на Саудијску Арабију и Уједињене Арапске Емирате. У Јужној Азији фондови су прикупили 62% мање капитала у првој половини 2013. год. у односу на исти период прошле године а у Латинској Америци дошло је до пораста инвестирања за 11%. У овом периоду је дошло до повећаног улагања у земље ван БРИК-а (Чиле, Малезија, Мароко). У ЦИЕ, Русији и ЗНД приватни инвестициони фондови су у првој половини 2013. године прикупили 553 милиона \$ што представља смањење за 81% у односу на исти период претходне године када су прикупили 2,9 милијарде \$. Русија је рангирана на дну свих тржишта у развоју у погледу инвестиционе атрактивности.⁴⁴⁴

Графикон 49. Прикупљена средства и инвестирање приватних инвестиционих фондова на тржиштима ЦИЕ, Русије и ЗНД 2008 – 2012. (милијарде \$)



Izvor: <http://www.empea.org/regions/emering-europe-cee-cis/>

⁴⁴³ Global Private Equity Report 2012, Bain & Company, str.11

⁴⁴⁴ <http://www.empea.org/>

У региону ЦИЕ, Русије и ЗНД приватни инвестициони фондови су у 2007. години прикупили 14,6 милијарди \$ средстава. Светска економска криза је утицала на драстичан пад прикупљања средстава и инвестирања у наредном периоду у овом региону. Најниже вредности су забележене 2010. да би у наредном периоду дошло до благог повећања како прикупљених средстава тако и инвестирања.⁴⁴⁵

У прва три квартала 2013. године прикупљање средстава и инвестициона активност приватних инвестиционих фондова је успорена у овом региону. У овом периоду прикупљено је 986 милиона \$ и инвестирано 667 милиона \$, што указује да ће њихове вредности на крају године бити драстично мање у односу на претходну, 2012. годину.⁴⁴⁶

7.4.2. Предности земаља Централне и Источне Европе за улагања приватних инвестиционих фондова

Приватни инвестициони фондови који улажу у земље у транзицији у ЦИЕ суочавају се са низом проблема. Политичка нестабилност и могући преврати власти негативно делују на стране инвеститоре. Ове земље се налазе у процесу економске трансформације привреде и имају низ проблема попут високе инфлације, раста каматних стопа, дебаланса у међународним токовима, слабе законске регулативе. У оваквим условима функционисање приватних инвестиционих фондова се компликује јер наилазе на бројна ограничења. Ова ограничења утичу на њихов рад и ефекте пословања, на профит и повраћај уложених средстава. Инвеститори који улажу у региону ЦИЕ су 60% из Европе, ван граница региона транзиционих земаља, само 4% су инвеститори из региона ЦИЕ док инвеститори из САД учествују са 20%.⁴⁴⁷

Истраживања су показала да и поред тенденције опадања улагања приватних фондова након финансијске кризе, ипак постоји велико интересовање за тржишта земаља у транзицији. Неке од предности ових земаља су: стратешка геополитичка позиција, ниске пореске стопе, све већа макроекономска и политичка стабилност, ниски трошкови пословања, јефтина радна снага, развијен банкарски систем. Поједине земље овог региона су атрактивне због компаративних предности у производњи одређених производа или услуга, природних услова, због величине свог тржишта итд. Битан елеменат су и бројне погодности и пореске олакшице које државе нуде страним инвеститорима за инвестирање и запошљавање нових радника.

⁴⁴⁵ <http://www.empea.org/regions/emerging-europe-cee-cis/>

⁴⁴⁶ <http://www.empea.org/regions/emerging-europe-cee-cis/>

⁴⁴⁷ *EVCA, Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013, str.6*

У региону ЦИЕ постоји јасан опадајући тренд улагања приватних фондова од 2007. до 2012. год. У 2012. приватни фондови су прикупили средства у износу од 673 милиона еура што је смањење за 28% у односу на 2011. али се уклапа у општи тренд у целој Европи који је показао пад од 43% у истом периоду. Прикупљена средства у региону ЦИЕ представљају само 2,85% од укупних средстава приватних фондова у Европи у 2012.⁴⁴⁸

Графикон 50. Прикупљена средства и инвестиције приватних инвестиционих фондова у региону Централне и Источне Европе у милионима еура



Извор: EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013*

У 2012. години приватни фондови који су инвестирали у регион ЦИЕ највише су уложили у природне науке 259 милиона еура, затим у малопродају робе широке потрошње 199 милиона еура, 115 милиона еура у финансијске услуге, 109 милиона еура у комуникације, затим у енергију и животну средину 86 милиона еура, 83 милиона еура у индустријску производњу итд.⁴⁴⁹

Приватни фондови су имали различит обим пословања у појединим земљама. У 2012. години њихове инвестиционе активности су концентрисане у неколико земаља у региону ЦИЕ. То су Пољска, Чешка, Мађарска, Словачка и Бугарска, што представља 86% укупних инвестиција. Пољска остаје земља са највећим учешћем од 47% у укупним инвестицијама *private equity* у региону и поред тога што је дошло до пада у 2012. год. у односу на 2011. год. за 30%. Вредност *private equity* инвестиција у Чешкој и Мађарској је опало за 26%, односно 48% у односу на претходну годину.⁴⁵⁰

⁴⁴⁸ Извор: EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013, str.7*

⁴⁴⁹ EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013, str.16*

⁴⁵⁰ EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013, str.13*

Табела 64. *Private equity* инвестиције у Централној и Источној Европи 2011-2012.(000 еур)

Државе	2011	2012	2012/2011
Бугарска	7 225	84 164	1164,9
Хрватска	15 625	32 299	206,7
Чешка	143 933	105 874	73,6
Естонија	6 508	18 630	286,3
Мађарска	194 841	101 455	52,1
Латвија	20 222	3 802	18,8
Литванија	26 671	7 651	28,7
Македонија	0	0	0
Молдавија	975	0	0
Црна Гора	0	0	0
Пољска	678 436	477 615	70,4
Румунија	65 918	26 506	40,2
Србија	0	4 350	0
Словачка	9 149	97 848	1069,5
Словенија	14 089	3 508	24,9
Украјина	63 309	43 314	68,4
Укупно:	1 246 901	1 007 015	80,8

Izvor: EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013*

Ниво инвестиција *private equity* у земљама ЦИЕ већ годинама је у паду због светске финансијске кризе. Укупне *private equity* у овом региону пале су за 22% у 2013. у односу на 2012. годину. У 2013. години учешће региона ЦИЕ у укупним европским инвестицијама *private equity* је свега 2,2%.⁴⁵¹

Табела 65. Инвестирање *private equity* у земљама ЦИЕ, 2007-2013 (у милионима еура)

Земље	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Пољска	434	636	275	653	678	473	380
Чешка	181	423	1358	229	144	106	134
Румунија	212	294	221	119	66	28	70
Мађарска	215	464	214	65	195	103	57
Естонија	36	13	5	26	7	19	28
Хрватска	7	11	28	13	16	32	19
Украјина	252	354	38	96	63	43	19
Литванија	152	0	1	2	27	7	18
Србија	106	8	0	13	0	4	16
Латвија	29	75	1	5	20	4	15
Бугарска	537	92	185	82	7	84	11
Словенија	2	3	79	7	14	4	4
Словачка	25	31	0	14	9	98	2
Остали	31	35	28	11	1	0	10
Укупно	2216	2438	2432	1336	1247	1004	783

Izvor: *Central and Eastern Europe Statistics 2013-EVCA*

У истом периоду број компанија које улажу у овај регион порастао је за 7%.

⁴⁵¹ *Central and Eastern Europe Statistics 2013-EVCA, стр. 10*

Табела 66. Инвестирање *private equity* у земљама ЦИЕ, 2007-2013
(број компанија)

Земље	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Пољска	58	71	27	45	55	74	89
Чешка	17	20	19	17	17	10	14
Румунија	17	29	23	17	14	10	15
Мађарска	19	14	11	17	37	46	43
Естонија	9	10	10	21	7	16	10
Хрватска	4	2	3	2	3	6	6
Украјина	9	13	8	10	11	6	4
Литванија	7	0	2	3	21	35	38
Србија	6	3	0	2	0	1	3
Латвија	15	17	4	7	10	7	5
Бугарска	9	14	9	8	4	5	4
Словенија	4	2	5	2	8	4	6
Словачка	3	3	1	19	7	6	2
Остали	7	11	3	1	1	0	2
Укупно	184	209	125	171	195	226	241

Извор: *Central and Eastern Europe Statistics 2013-EVCA*

Инвестиционе активности су остале сконцентрисане на Пољску, Чешку, Румунију и Мађарску и представљају 82% укупних инвестиција. Инвестирање *private equity* износи 0,063% БДП за земаља ЦИЕ у поређењу са 0,253% учешћа *private equity* у БДП целе Европе.⁴⁵²

Остварење натпросечног профита је основна предност за инвеститоре при улагању на свим брзорастућим тржиштима. Истраживања од стране Асоцијације за *private equity* су показала да инвеститори очекују између 5,8% и 9% (у просеку 7%) већи повраћај на уложена средства на брзорастућим тржиштима него што је уобичајени очекивани повраћај при куповини фирми у САД. Инвеститори који инвестирају у ЦИЕ и Русији желе додатну премију на улагања од 6,4%.

У региону ЦИЕ кључну улогу су имала три фонда: *Advent International*, *Enterprise Investors i MidEuropa Partners*. Највећи инвеститор приватних инвестиционих фондова у овом региону је Европска банка за обнову и развој. Фондови у које она улаже представљају око 40% централног и источноевропског тржишта. Процена је да су њени фондови имали приближно 55% интерне стопе повраћаја у 2005. години.⁴⁵³ У овом региону послују и *DBG Europe*, *MAVA*, *Bancroft Group*, *Advent International*, *SEAF* и други фондови. У оквиру *SEAF*-а послује *SEAF South Balkan Fund* који инвестира у приватне компаније са већинским домаћим власништвом у Србији, Црној Гори и Македонији.

⁴⁵² *Central and Eastern Europe Statistics 2013-EVCA*, стр. 16

⁴⁵³ Стефановић Никола, *Приватни инвестициони фондови*, Институт економских наука, Београдска банкарска академија, Београд, 2009, стр. 251,254

РЕЗИМЕ

Инвестирање *private equity* у земљама Централне и Источне Европе је у 2013. години на нивоу од око 2% укупних европских инвестиција. *Private equity* инвестиције у Централној и Источној Европи као проценат БДП-а опале су у 2013. години у односу на 2012. годину са 0,082% БДП на 0,063% БДП. Естонија, Пољска, Македонија и Чешка су изнад просека *private equity* инвестиција за регион ЦИЕ али испод просечних инвестиција *private equity* за ширу европску привреду. У исто време у Данској *private equity* као проценат БДП-а износио је 0,739%, у Великој Британији 0,504%, Норвешкој 0,409%. Европски просек је 4 пута већи од просека инвестиција *private equity* у земљама ЦИЕ.⁴⁵⁴

Табела 67. *Private equity* инвестиције 2012-2013

	Укупне инвестиције (у 000 еура)		Инвестиције као % БДП	
	2012	2013	2012	2013
Босна и Херцег.	0	0	0,000	0,000
Бугарска	84 167	11 098	0,211	0,028
Хрватска	32 299	19 195	0,074	0,044
Чешка	105 874	134 339	0,069	0,090
Естонија	18 630	27 554	0,107	0,149
Мађарска	102 953	56 827	0,106	0,058
Летонија	3 802	15 300	0,012	0,047
Литванија	7 119	17 550	0,022	0,051
Македонија	0	7 675	0,000	0,094
Молдавија	0	2 099	0,000	0,035
Црна Гора	0	0	0,000	0,000
Пољска	473 015	380 033	0,124	0,098
Румунија	27 606	70 090	0,021	0,049
Србија	4 350	16 076	0,014	0,049
Словачка	97 848	2 050	0,138	0,003
Словенија	3 508	4 355	0,010	0,012
Украјина	43 314	18 933	0,032	0,014
Тотал ЦИЕ	1 004 485	783 184	0,082	0,063
Тотал Европа	36 752 294	35 726 211	0,262	0,253

Извор: EVCA Central and Eastern Europe statistics 2013

У целој Европи је дошло до пада *private equity* инвестиција у 2013. години али је пад далеко израженији у земљама Централне и Источне Европе него у осталом делу Европе. У апсолутном износу *private equity* инвестиције су пале у земљама ЦИЕ за 22% а у целој Европи за 2,8%. Разлика је још већа при поређењу њиховог процентуалног учешћа у БДП, 23% у односу на 3,4%. То указује на то да су транзиционе земље драстичније угрожене светском економском кризом и да она има дуготрајније и интензивније импликације на ове земље у односу на развијеније делове Европе.

⁴⁵⁴ EVCA Central and Eastern Europe statistics 2013, str.19

8. ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ У СРБИЈИ И ТРАНЗИЦИЈА

Инвестициони фондови у Србији су се појавили пред сам удар светске финансијске кризе. Они су започели своје пословање 2007. године након што је јуна 2006. донет Закон о инвестиционим фондовима чиме су створени услови за њихово оснивање. Тиме ће тржиште капитала у Србији бити модернизовано и приближено европским тржиштима. Комисија за ХоВ надлежна је за контролу и пословање инвестиционих фондова. Комисија је исте године издала дозволе за рад 9 инвестиционих фондова чија укупна билансна актива на крају 2007. је износила 4012,1 милиона динара.⁴⁵⁵

Табела 68. Инвестициони фондови у Србији

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Број инвестиционих фондова	9	10	13	15	15	15
Укупна билансна актива у милионима динара	4012,1	1340,5	1035,9	1078,8	1557,7	2351,4

Извор: Народна банка Србије

Светска економска криза се негативно одразила и на наше тржиште инвестиционих фондова те је у току 2008. године дошло до великог пада имовине фондова иако се њихов број увећао. Вредност инвестиционих јединица већине фондова је пала знатно испод почетних 1000 динара, при чему је она код многих фондова преполовљена. Због великог пада имовине фондови нису испунили очекивања инвеститора који су уложили средства надајући се високим приносима. Имовина фондова је знатно смањена и током 2009. године због повлачења од стране чланова фонда. Већина фондова је била и даље у великим губицима. Урушено поверење у фондове полако се поправљало током 2011. и 2012. године. Долази до опорављања старих фондова и отварања нових што је најављивало боља времена за инвестиционе фондове.

Наш закон о приватизацији није предвидео ваучере те инвестициони фондови нису имали ону улогу какву су имали у већини земаља у транзицији. Процес приватизације није довео до развоја тржишта капитала које је још увек неразвијено и плитко. Финансијска берза је одиграла важну улогу само у завршетку инсајдерске приватизације те се финансијски посредници, попут инвестиционих фондова, нису ни развили. Због недостатка средстава и ниског животног стандарда грађани су продавали на берзи акције које су

⁴⁵⁵ Народна банка Србије, www.nbs.rs

добили, без интересовања за даље инвестирање. Нови власници након куповине већинског дела се *затварају* и склањају компанију са тржишта. Велике фирме се не појављују на тржишту ХоВ а мале одустају од емитовања сопствених хартија и окрећу се другим изворима финансирања.

Закаснило увођење Закона о инвестиционим фондовима додатно је смањило подстицај домаћинстава да инвестирају своју штедњу у фондове. Недовољно знање домаћих инвеститора о пословању са ХоВ, недовољна информисаност о ценама и трансакцијама дестимулишу инвестирање у ХоВ и каналишу слободна новчана средства у традиционално познате пласмане. Низак животни стандард и одсуство средњег слоја становништва не омогућава већу штедњу и инвестирање. Разлог што је пословање ХоВ недовољно коришћена алтернатива инвестирања налази се и у чињеници да су очекивани приноси на домаће ХоВ повезани са бројним ризицима. Политичка нестабилност, инфлација, одсуство пореских стимуланса су још неки разлози који доприносе постојећем стању. Уз велико кашњење законом је омогућено емитовање муниципалних обвезница те су општине започеле са издавањем ових ХоВ. Међутим, према важећем закону појединци не могу да инвестирају своју штедњу у ове и корпоративне хартија од вредности. Сходно томе тржишта ових ХоВ су остала плитка.

Док се са успостављањем домаћих инвестиционих фондова каснило, страни фондови су већ дошли на наше тржиште и постали власници наших најбољих фирми. На тај начин су страни грађани постали сувласници најатрактивнијих српских компанија.

8.1. Инвестициони фондови на нашем финансијском тржишту

Финансијски сектор Србије данас чине 29 банке, 26 друштва за осигурање, 17 давалаца финансијског лизинга, 10 добровољних пензионих фондова и 17 инвестиционих фондова. Финансијски систем је у протеклом периоду забележио у свим сегментима раст обима активности и повећање броја запослених. Ипак у финансијском систему Србије доминира банкарски сектор. Законодавство банкарског сектора је модерно, ефикасно уведено од стране Народне банке, која је уједно задужена за контролу пословања банака. Тренутно највећи удео у банкарском сектору имају европске банке са завидном репутацијом, те су оне успеле да привуку значајан проценат штедње. Удео банака са већинским страним капиталом у структури укупне билансне активе крајем 2011. године

износио је 74,1%. Стране банке потичу од банкарских групација из 11 држава а по уделу у укупној активи предњаче банке из Италије (21%), Аустрије (18%) и Грчке (16%).⁴⁵⁶

Развој финансијског сектора у Србији је асиметричан. Осим орочених депозита у банкама све друге опције, животно осигурање, инвестициони фондови, добровољни пензиони фондови су врло неразвијени. Док је банкарски систем у раној фази транзиције добио савремен банкарски институционални оквир у небанкарском делу ради бројних колебања и премишљања институционални развој је значајно каснио. Још увек је нејасно да ли ће Србија, као земље у којима постоји тржишна логика, развој базирати на тржишту капитала или ће привредни развој и даље базирати на банкарским кредитима.

Србија има недовољно развијено и плитко финансијско тржиште. Током деведесетих година, 2001. и 2002. године на Београдској берзи претежно се трговало комерцијалним записима, благајничким записима НБС, општинским обвезницама и робно комерцијалним записима Дирекције за робне резерве. Променом законске регулативе централно место у финансирању привреде заузимају банке и задржавају га до данашњих дана. Значајан помак у трговању на берзи остварен је тек 2000. год. када су у секундарно трговање укључене акције из претходних поступака приватизације. Основна актива на финансијском тржишту постале су акције из инсајдерске приватизације и обвезнице емитоване ради исплате старе девизне штедње. Недостајале су квалитетне ХоВ попут акција јавних предузећа. Краткорочни инструменти су тада усмерени на тржиште новца које је институционално уређено као међубанкарско тржиште.

До краја 2008. год. на финансијском тржишту су доминирале акције предузећа које су продавали грађани а добили су их бесплатно у поступку приватизације. Акције су куповали купци који су формирали већинске пакете акција те тако долази до концентрације власништва. Након тога опада промет акцијама јер их нови власници нису продавали. Средином 2010. у трговање на Београдској берзи укључене су и прве акције јавних предузећа Србије.

Табела 69. Промет на Београдској берзи (мил. дин)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Укупна вредн. промета	102298	93070	40584	48350	100584	164990	71854	41778	23017	28585	24988
Вредн. промета дугороц. ХОВ	9740	40645	34566	48351	100584	164991	71854	41778	22965	28585	24988
- Обвезнице Републике	2714	10157	9043	9191	13285	16634	5340	5084	4672	4184	4483
- Акције	7026	30488	25524	39159	87299	148357	66514	36694	18293	24401	20505
Остале ХОВ	92558	52426	6017	-	-	-	-	-	52	-	-

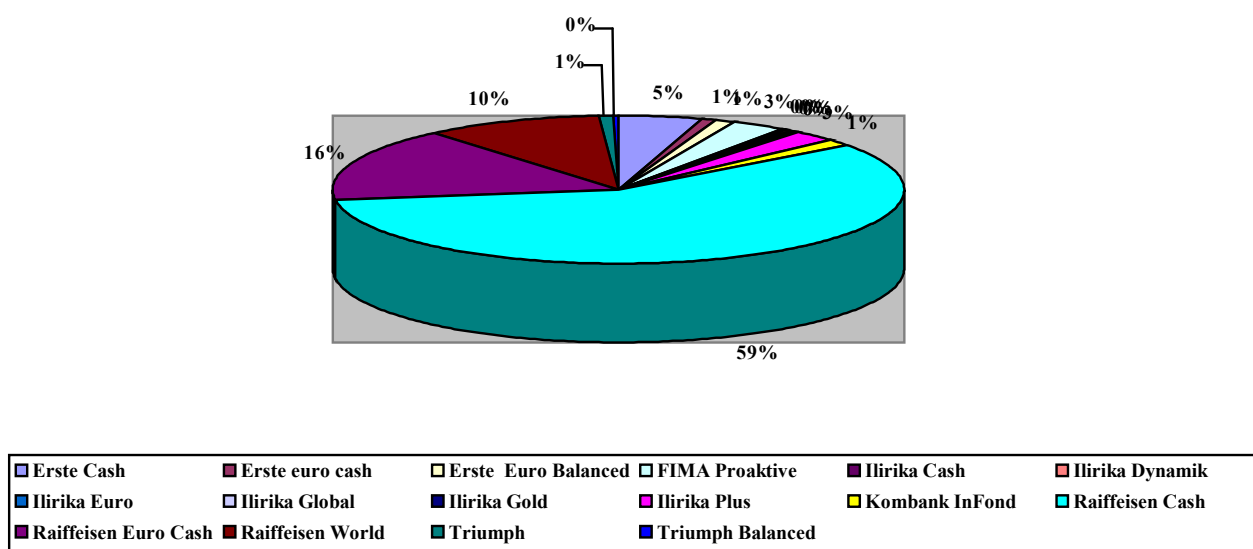
Извор: Београдска берза

⁴⁵⁶ Молнар Дејан, Пејчић Драган, Студија пословне климе на локалном нивоу, Стална конференција градова и општина, Београд, 2012, стр.113

У Србији данас послује 17 отворених инвестиционих фондова. Од тог броја 7 су инвестициони фондови раста вредности имовине, 7 инвестиционих фондова очувања вредности имовине и 3 балансирана фонда. Послује и један затворени фонд.⁴⁵⁷

Отворени фондови функционишу као фондови очувања вредности имовине, фондови прихода, балансирани фондови и фондови раста вредности имовине. Већина фондова у Србији су фондови раста вредности имовине. Ова врста фондова улаже најмање 75% вредности своје имовине у власничке ХоВ. Овакви фондови су најризичнији уз високе стопе приноса.

Графикон 51. Структура вредности имовине отворених инвестиционих фондова (%), 30.06.2013



Извор: Kamatica.com

На дан 30.06.2013. укупна имовина отворених инвестиционих фондова је износила 4 083,2 милиона динара. Највеће учешће у укупној имовини фондова има *Raiffeisen Cash* од готово 59 одсто.⁴⁵⁸ Почетком 2013. године је радило 16 отворених фондова да би јула месеца започео са радом још један отворени фонд *KomBank NOVČANI FOND*.

DZU Ilirika је извршила аквизицију *Erste* фондова почетком 2013. године тако да сада управља са 11 фондова. Тиме удео којим управља на тржишту инвестиционих фондова достиже 35%. Наиме, у току 2011. године *Ilirika* је преузела два *Deltina* фонда, један *Fimin* фонд а 2012. године три *Citadelova* фонда.

⁴⁵⁷ мојновац.рс

⁴⁵⁸ Kamatica.com

Тренутно уз *Iliriku* на српском тржишту инвестиционих фондова послују и друштва *Fima invest*, *Kombank invest* и *Raiffeisen invest*.

Табела 70. ПРЕГЛЕД ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА НА ДАН 12.07.2013.

Фонд	Датум	Вредност	Промена (%)	1недеља (%)	1месец (%)	3 месеца (%)	6месеци (%)	Капитал (mil.)
Отворени балансирани фондови								
Ilirika Balanced	Pet, 12/07	1509.90	-0.07	+0.14	+0.46	-0.44	+4.39	40.61
ILIRIKA Plus	Pet, 12/07	619.80	+0.14	+0.18	-0.18	+0.30	+5.62	109.12
Triumph Balance	Pet, 12/07	1271.99	+0.08	+0.16	+0.30	+0.66	+3.02	7.67
Отворени фондови раста вредности имовине								
FIMA ProActive	Juče	395.38	+0.41	+0.41	+1.75	-5.23	-0.18	130.68
ILIRIKA Dynamic	Pet, 12/07	318.85	+0.99	+1.38	+2.12	+1.07	+11.38	18.11
ILIRIKA Global	Pet, 12/07	311.28	-0.07	+0.98	+0.57	-5.19	-6.40	10.63
ILIRIKA Gold	Pet, 12/07	638.93	+0.45	+0.71	-6.42	-15.13	-24.50	2.42
KOMBANK InFond	Juče	608.58	+0.24	+0.40	+0.87	-3.14	-2.22	58.15
Raiffeisen WORLD	Juče	1236.26	+0.19	+1.37	+0.44	+2.84	+3.67	437.74
Triumph	Pet, 12/07	404.71	-0.10	-8.36	-8.76	-12.73	-16.74	30.58
Отворени фондови очувања вредности имовине								
ILIRIKA Cash	Pet, 05/07	1406.52	+0.02	+0.13	+0.55	+1.84	+4.36	9.32
ILIRIKA Cash Dinar	Pet, 12/07	1445.63	+0.03	+0.18	+0.75	+2.40	+5.03	226.37
ILIRIKA Cash Euro	Pet, 12/07	1193.11	-0.12	-0.33	-0.45	+2.40	+2.56	30.21
ILIRIKA Euro	Pet, 05/07	1305.67	+0.01	-0.20	+0.23	+0.57	-1.51	0.23
KomBank NOVČANI FOND	Juče	1004.32	+0.06	+0.16	---	---	---	40.23
Raiffeisen CASH	Juče	1474.04	+0.09	+0.29	+0.91	+2.79	+5.90	2261.01
Raiffeisen EURO CASH	Juče	1039.26	-0.04	-0.34	-0.21	+2.42	+2.88	761.10
Затворени фондови								
ACTV	ZIF Fima SEE Activist а.д. Београд, обичне акције са правом гласа					Уто, 26/03/2013	7000.00	0.00

Извор: *mojnovac.rs*

Кроз штедњу у инвестиционе фондове прошле године су највише зарадили они који су улагали у кеш фондове, у просеку 10 одсто. Балансирани фондови имали су принос 4-8 одсто у еврима. Фондови чија је вредност инвестиционих јединца имала највећи раст од оснивања и који на дан 12.07.2013. године имају највећу вредност су следећи: *Ilirika Balanced* 1 509,90 rsd, *Raiffeisen CASH* 1 474,04 rsd, *ILIRIKA Cash Dinar* 1 445,63 rsd, *ILIRIKA Cash* 1 406,52 rsd, *ILIRIKA Euro* 1 305,67 rsd.⁴⁵⁹

Trijumpf Elite – представља први затворени фонд у Србији који ће више од 50% своје имовине улагати у акције и уделе фирми којима се не тргује на берзи, а које

⁴⁵⁹ *mojnovac.rs*

припадају сектору некретнина, грађевинарства и инфраструктуре. Дакле, средства фонда ће бити улагана у конкретне пројекте изградње стамбено пословних зграда, хотела и индустријских објеката.

У Србији послују и приватни инвестициони фондови. Приватни инвестициони фонд *Parisbel* је основан 2009. године док је фонд *ADM* основан 2010. године.

8.1.1. Нужност даљег усклађивања пореско-финансијске сфере Србије и ЕУ

Готово све земље у транзицији као свој основни стратешки циљ поставиле су интеграцију у Европску унију. Из тога произилазе њихова настојања за усклађивањем законске регулативе и финансијског система у складу са начелима које примењују земље ЕУ. Европска комисија даје водич кроз одређена документа за достизање потребних услова које треба испунити. *Бела књига* о припреми придружених чланица из ЦИЕ за интеграцију у тржиште ЕУ била је први водич који је јасно упућивао шта је потребно да се уради како би се следио пут ка прикључењу ЕУ.

Овај документ је Комисија ЕУ донела пре свега у циљу олакшања припрема за испуњење потребних услова земљама у транзицији које су кандидати за приступ унији. *Бела књига* фактички представља врсту водича за транзицију земљама којима је намењена. Она им указује на пут како да ускладе законодавство и институционалну инфраструктуру како би се што ефикасније укључиле у ЕУ. Овај документ имао је несумњиву важност и за земље којима у тој фази још увек није био намењен, али којима је укључивање у европске интеграционе процесе стратешки циљ.⁴⁶⁰

Ефикасно финансијско тржиште у једној земљи се може створити одговарајућим сетом закона којима се ствара амбијант за тржишну привреду, корпоративно управљање и тржиште капитала. Развијено тржиште капитала може настати само у процесу креирања ефикасног тржишног система усклађеног и компатибилног тржишту ЕУ. Будући да је Србија као стратешки циљ одредила прикључење ЕУ, регулатива која се примењује у тим земљама треба да буде водила и за наше законодавство. Закон о тржишту ХоВ и других финансијских инструмената углавном је усклађен са основним принципима IOSCO и европским директивама. У Закон о инвестиционим фондовима РС пренет је већи део директива ЕУ којима се уређује тзв. вршење колективног улагања у преносиве ХоВ и међународних стандарда. Решења постављена овим законом не разликују се много од стандарда постављених директивама ЕУ.

⁴⁶⁰ Јеремиић Зоран, *Финансијска тржишта, Универзитет Сингидунум, Београд, 2008, стр. 207*

Закон о инвестиционим фондовима РС разрађује осам сегмената.⁴⁶¹

Основне одредбе - Инвестициони фондови су компаније које прикупљају новац од великог броја инвеститора ради инвестирања у разне облике имовине, пре свега ХоВ различитих емитената. Сваком члану фонда припада део имовине фонда и сразмеран принос. Имовином фондова се професионално управља за рачун чланова фонда.

Друштво за управљање - Друштво за управљање фондовима оснива се као затворено акционарско друштво. Оно се према ДИРЕКТИВИ 2001-107/ЕЕС и код нас дефинише као привремено друштво које организује, оснива и управља инвестиционим фондовима. Комисија за ХоВ доноси решење о издавању дозволе за рад друштва за управљање. Друштво за управљање могу оснивати домаћа и страна физичка и правна лица. Друштво за управљање се бави организовањем и управљањем отвореним и затвореним инвестиционим фондовима док приватним фондовима само управља. Може да управља са више инвестиционих фондова. Минимум новчаног оснивачког капитала је 200 000 еура у динарској противвредности и у току пословања тај ниво мора да се одржава или увећава. ЕУ прописује минимум од 125 000 еур. Земље из нашег окружења су у погледу минимума оснивачког капитала поступиле слично, те он у Хрватској износи 135 000 еур, у Словенији 200 000 еур а у Мађарској 380 000 еур.⁴⁶²

Надлежност над радом друштва за управљање пренета је Комисији за ХоВ. Друштво за управљање може да стиче инвестиционе јединице, односно акције инвестиционог фонда, и то највише до 20% нето вредности имовине фонда. Последњим изменама Закона из 2013. резиденти могу вршити плаћања и наплату по основу улагања у иностране фондове посредством резидената-инвестиционих друштава и посредством друштва за управљање инвестиционим фондовима. Овом одредбом закона предвиђена је могућност улагања од стране резидената у иностране инвестиционе фондове посредством домаћих друштава за управљање инвестиционим фондовима.

Кастоди банка - Чланом 7 Директиве 85/611/ЕЕЗ установљена је обавеза чувања имовине фонда од стране кастоди банке. Кастоди услуге за један инвестициони фонд обавља искључиво једна кастоди банка.

Инвестициони фондови - Иницијативу за отварање инвестиционих фондова покреће Друштво за управљање, тако што подноси Комисији за ХоВ захтев и нацрт проспекта инвестиционог фонда. Могуће је основати три врсте фондова: затворене, отворене и

⁴⁶¹ *Службени гласник Републике Србије, бр. 46/2006, 51/2009 и 31/2011*

⁴⁶² *Каличанин Славомир, Модели за оцену перформанси портфолиа инвестиционих фондова, Висока школа за рачуноводство и берзанско пословање, Београд, 2011, стр. 5*

приватне. У оквиру постојећих група могуће је формирати: фондове раста вредности имовине, фондове прихода, балансиране фондове, фондове очувања вредности имовине. Закон тачно дефинише у које ХоВ фондови могу да улажу средства са извесним разликама између отворених и затворених фондова.

Отворени фондови немају својство правног лица те представљају имовину свих чланова друштва. Отворени фонд не може стицати више од 20% власничког учешћа, односно акција са правом гласа једног издаваоца. До 10% имовине фонда може улагати у ХоВ односно финансијске деривате једног издаваоца, до 20% имовине фонда може улагати у новчане депозите у једној банци, до 20% имовине може улагати у уделе једног друштва са ограниченом одговорношћу, до 20% имовине може улагати у инвестиционе јединице отворених фондова којима не управља исто друштво за управљање, до 35% у једну врсту ХоВ које издаје Република, Народна банка Србије или друго правно лице уз гаранцију Републике. Имовина фонда не може се улагати у покретне ствари, улагање у иностранству у складу са прописима који уређују девизно пословање.

Фондовима акција је сада омогућено да 100% својих пласмана имају у земљама ЕУ, ОЕЦД-а, као и у суседним државама. У циљу обезбеђења ликвидности отвореног фонда, друштво за управљање може у своје име а за рачун отвореног фонда узети кредит чији је износ до 20% вредности имовине фонда, са роком отплате до 360 дана.

Затворени фондови се оснивају као акционарска друштва и њиховим акцијама се слободно тргује на тржишту. Затворени фонд прикупља средства продајом акција путем јавне понуде. Основни капитал је 200000 еура и уплаћује се у динарској противвредности код кастоди банке. Акције затвореног фонда гласе на име и неограничено су преносиве. Органи затвореног фонда су скупштина и надзорни одбор.

Затворени инвестициони фонд не може стицати више од 20% власничког учешћа са правом гласа једног емитента. Ови фондови могу улагати у непокретности, с тим што је ограничење да се у једну непокретност може уложити највише до 20% имовине затвореног фонда. Затворени фонд се може задуживати без ограничења.

Отворени и затворени фондови према одредбама Закона а сходно одредбама DIREKTIVE 85-611/EEZ, чл.28-34 дужни су да објављују проспекте који садрже све битне елементе пословања, политику улагања, структуру фонда.

Приватни инвестициони фондови се оснивају као друштва са ограниченом одговорношћу и обично немају више од 50 чланова. Они не подлежу општим одредбама о инвестиционим фондовима. Наше законодавство предвиђа постојање обавезног општег акта за приватне фондове а то су тзв. правила пословања приватног инвестиционог фонда. Минимални новчани улог члана приватног фонда не може бити мањи од 50 000

еура. Приватни фонд се може задуживати без ограничења. Њиме искључиво управља друштво за управљање које доставља Комисији за ХоВ уговор о управљању, правила пословања и годишњи финансијски извештај.

Анализирајући решења постављена Законом о инвестиционим фондовима закључујемо да се она много не разликују од стандарда постављених директивама ЕУ. Штавише у Закон о инвестиционим фондовима Србије имплементиран је већи део Директива ЕУ, тако да су успостављени исти стандарди као и у земљама са развијеним тржиштем капитала. Даље усаглашавање наше земље у погледу законских регулатива неопходно је у циљу несметаног протока услуга и капитала, домаћег и страног, кроз Србију. Међународно функционисање инвестиционих фондова значајно је за домаће тржиште капитала у светлу будућег приступања Србије ЕУ.

Постоје велике разлике у националним пореским третманима инвестиционих фондова међу државама. Уочљива је разлика у овом погледу између развијених европских држава с једне стране и земаља у транзицији с друге стране. Неопорезивање камата, дивиденди и капиталних добитака могло би представљати подстицајно решење за развој тржита капитала недовољно развијених земаља. По нашем закону порез на капиталне добитке износи 15% и порез на приходе од капитала, дивиденду такође 15%. Не постоје назнаке да ће се ускоро разлике међу државама у погледу опорезивања фондова и улагатеља усагласити. Ове разлике проистичу из различитих националних приступа самим појавним облицима фондова. Што се тиче прекограничне делатности фондова важан је задатак међународног пореског права инсистирање на избегавању међународног двоструког опорезивања.

8.2. Компарација инвестиционих фондова у Србији са инвестиционим фондовима у региону

Инвестициони фондови у Србији су још увек новина. Уколико погледамо земље у окружењу видећемо да се Србија налази на самом зачељу у погледу њиховог развоја. Словенија као бивша република Југославије предњачи и у овом погледу, те у њој функционише око 260 фондова. Иза ње је Хрватска у којој послује 121 фонд. Улагање у отворене инвестиционе фондове по становнику у Хрватској износи 913 ЕУР, у Словенији 1429 ЕУР по становнику, док код нас мање од 6 ЕУР по становнику.

Вероватно да је један од разлога оваквом заостајању чињеница да је Србија једина земља у региону (поред Македоније) у којој приватизација није спроведена применом модела МВП. Осим тога и Закон о инвестиционим фондовима је каснио деценију у односу на земље у окружењу. Словенија је донела закон о инвестиционим

фондовима пре више од две деценије, Хрватска почетком 1997. године, БиХ почетком 2000., Црна Гора почетком 2004. Србија је донела Закон о инвестиционим фондовима пред сам удар светске економске кризе. Светска економска криза је неповољно утицала на фондове у целом региону те је просечна вредност инвестиционих јединица у 2009. години у Хрватској смањена за 26%, у Словенији за 30%, БиХ за 42%, Мађарској за 43%, Румунији за 48%, Србији за 55%, Бугарској за 56%, Македонији за 59%. Највећи пад вредности имали су српски, бугарски и македонски инвестициони фондови.⁴⁶³

Поред тога наше тржиште је врло плитко тј. нема адекватне понуде финансијских инструмената у које би улагали фондови. Тренутно је на тржишту недовољан број фирми које су интересантне инвестиционим фондовима. Многи сматрају да регулатива која је у међувремену измењена, а која у почетку није дозвољавала да се више од 30% капитала изнесе из земље била основни узрок лошег пословања фондова. Са изменама је омогућено фондовима да могу сва средства да уложе у иностранство.

Након доношења Закона о инвестиционим фондовима у Хрватској започело је са радом 7 инвестиционих фондова, ПИФ-ова. Преко ових фондова се трансформисао велики део предузећа из државног у приватно власништво. Заменом акција са Хрватским фондом за приватизацију поједини ПИФ-ови су остварили већински удео у успешнијим предузећима. Трансформацијом ПИФ-ова у затворене фондове а након тога у холдинг компаније изашли су из надзорне контроле Комисије за ХоВ. Тако је допринос ПИФ-ова развоју тржишта капитала незнатан. У Хрватској од почетка развоја инвестиционих фондова доминирају друштва за управљање фондовима у власништву банкарских групација. Укупно 25 друштава за управљање управља 131-ним фондом. Крајем 2010. удео имовине којом управљају банкарска друштва износи 89%.⁴⁶⁴ Након кризе опажа се стабилизација и опоравак тржишта инвестиционих фондова. Најзначајнији раст су имали новчани фондови током 2009. год. Обвезнички фондови су имали највећи раст у 2010. год. Акцијски фондови имају прилично слаб раст. Крајем 2010. год. у Хрватској је радило 130 фондова, крајем 2011. је радило 126, а крајем 2012. радило је 121 фонд, колико их и данас има. Њихова нето имовина на дан 31.12.2012. је износила 15,1 милијарду куна.⁴⁶⁵

Значајан део словеначког тржишта капитала су приватизациони фондови. Они су словеначка верзија затворених фондова а имали су посредничку улогу у процесу приватизације. Креирани су током 1994. године а њихова конверзија у инвестиционе фондове је започела 2000. године. Крајем 2004. године улози у фондове у Словенији били

⁴⁶³ *Kamatica.com*

⁴⁶⁴ *Ханфа, Квартални билтен 2010, бр.10*

⁴⁶⁵ *www.hanfa.rs*

су три пута већи него крајем 2002. Међутим ако се ти улози упореде са улозима у банкама може се уочити велико заостајање за развијеним тржиштима капитала. Улози у инвестиционе фондове превазилазе банкарске депозите у Луксембургу 604,8%, Ирске 243,5%, САД 207,5%. Тај однос је знатно нижи у Француској 86,4%, Италији 50,8%, Данској 50,1%, Немачкој само 9,7% и Словенији 6,6%.⁴⁶⁶

У Словенији данас послује 258 инвестиционих фондова. Највише је акционарских фондова (177), затим обвезничких (35) и мешовитих фондова (32). Вредност њихове имовине је крајем 2012. године износила око 48 милијарде еура.⁴⁶⁷

ПИФ-ови у Босни и Херцеговини су били већином неефикасни и имали су пасивну улогу у реструктурирању предузећа. Присилени да остваре боље резултате у пословању већина је брзо ишчистила портфељ од неликвидних деоница, продајући их на берзи а купујући деонице које су омогућавале већу зараду. Рок за трансформацију ПИФ-ова у инвестиционе фондове у ФБиХ је истекао крајем 2006. У Републици Српској ПИФ-ови су имали законску обавезу да се до краја 2007. трансформишу у фондове затвореног типа или да се ликвидирају. У 2006. и 2007. почиње замах инвестиционих фондова те они остварују боље резултате. У БиХ данас послује 27 инвестиционих фондова који располажу имовином од 1,99 милијарди КМ. Од 27 фондова само три су настала улагањем готовог новца или имовине. Сви су остали настали трансформацијом из некадашњих ПИФ-ова. У ФБиХ постоји тренутно 11 фондова а у РС 14 затворених фондова и 2 отворена фонда. Нето имовина фондова ФБиХ је 1,2 милијарди КМ што чини 63% укупне имовине фондова БиХ.⁴⁶⁸ Окружење за рад инвестиционих фондова у Босни и Херцеговини није задовољавајуће. Политичка несигурност је најјачи ограничавајући фактор развоју фондова. Поред тога и ниска куповна моћ сатновништва, неповољни фискални закони, високи прописани трошкови фондова такође негативно утичу на њихов рад.

У Црној Гори као сатавни део процеса масовне ваучерске приватизације основани су приватизациони фондови од којих се очекивало да остваре активну улогу у корпоративном управљању приватизованих предузећа. Међутим ПФ су имали проблеме са ефикасношћу у управљању због широко дисперзоване власничке структуре. У Црној Гори данас послује 7 инвестиционих фондова. Кумулативна вредност фондова је била крајем 2002. године 93,6 милиона еура, пет година касније увећана је на 647 милиона еура, да би на крају 2012. године пала на 105 милиона еура.⁴⁶⁹ У пословању инвестиционих фондова у

⁴⁶⁶ Муминовић Саша, *Инвестициони фондови и други финансијски производи*, Банкарство, Београд, 2007, стр. 38

⁴⁶⁷ www.vzajemci.com

⁴⁶⁸ www.sase.ba

⁴⁶⁹ www.cda.me

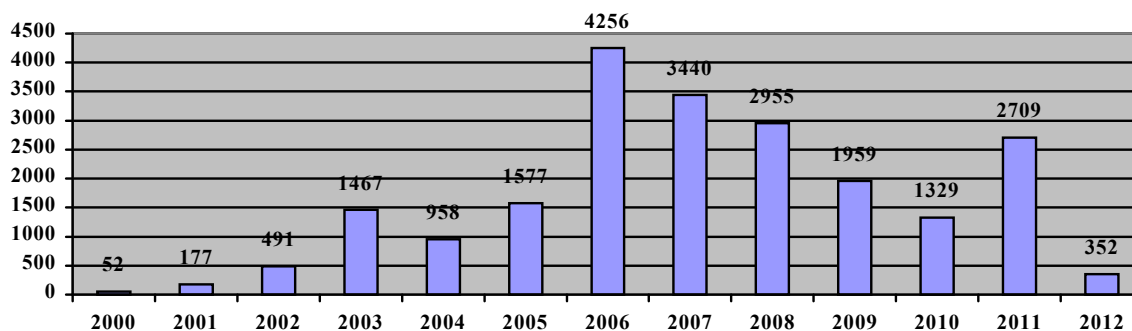
Црној Гори наилази се на проблеме везане за квалитет информација о пословању домаћих компанија, неадекватне законске регулативе и непостојања ширег дијапазона расположивог тржишног материјала. Највећи промет у претходном периоду вршио се акцијама Црногорског телекома, затим акцијама Југопетрола, Аутобоке итд.⁴⁷⁰

Закон о инвестиционим фондовима у Македонији донет је 2007. године. Обзиром да приватизација није спроведена на бази ваучера инвестициони фондови нису имали тако важну улогу у том процесу. У Македонији функционише 10 отворених фондова а укупан обим ангажованих средстава је око 3 милиона \$. Поред тога активно је и 15 приватних инвестиционих фондова. Међу становништвом постоји још увек резерва према оваквом виду инвестирања те је улагање у инвестиционе фондове 1,4 еура по становнику.⁴⁷¹

8.3. Учешће страних инвестиционих фондова у процесу транзиције у Србији

Прилив страних директних инвестиција у Србији је током деведесетих година био изузетно низак. Осим инвестиција у 1997. години од 740 милиона \$ и 1998 године када су инвестиције биле 113 милиона \$, све до 2001. прилив СДИ је био испод 100 милиона \$ годишње. Тек у наредним годинама долази до раста прилива СДИ. У 2006. години је остварен рекордан прилив страних директних инвестиција од 4,25 милијарди \$.

Графикон 52. Прилив СДИ у Србији 2000-2012. година у милионима \$



Извор: UNCTAD, World Investment Report 2013, Annex Tables

У наредном периоду долази до пада СДИ у Србији због финансијске кризе у свету. У 2011. год. стране инвестиције су повећане али у 2012 је поново забележен велики пад СДИ на свега 352 милиона \$. У поређењу са најуспешнијим земљама у транзицији прилив СДИ у Србију знатно заостаје. Просечан годишњи СДИ у периоду 2001-2008. година у

⁴⁷⁰ Поповић Саша и други, *Анализа финансијског тржишта у Црној Гори*, Централна банка Црне Горе, Сектор за истраживања и статистику, Подгорица, 2007, стр.106

⁴⁷¹ www.sec.gov.mk

Србији је износио скоро 1,9 млрд. \$, док је у истм периоду у Пољску пристизало просечно годишње 11,9 млрд.\$, Чешку 6,9 млрд.\$, Мађарску 4,7 млрд.\$ и Словачку 4,1 млрд.\$.⁴⁷²

Табела 71. Прилив страних директних инвестиција у региону (милион.\$)

Земље	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Албанија	659	974	996	1051	1036	957
БиХ	1818	1026	149	324	380	633
Хрватска	5041	6220	3339	432	1502	1251
Србија	3439	2955	1959	1329	2709	352
Црна Гора	934	960	1527	760	558	610
Македонија	693	586	201	212	468	135

Извор: UNCTAD, World Investment Report 2013, Annex Tables

Биланс страних директних инвестиција за претходних шест година показује неколико карактеристика. Са око 12,7 милијарди еура укупних страних директних инвестиција у том периоду Србија је остваривала нешто више од 2 милијарде еура СДИ годишње. Међутим из тог износа је остао само део јер је око 1,2 милијарде еура повучено из земље а домаћа предузећа су уложила у иностранству 736 милиона еура.⁴⁷³

Инвестиције су улазиле углавном у сектор неразмљивих добара - банкарство, осигурање, енергетику, телекомуникације, некретнине и трговину. Из развојне перспективе најзначајније су инвестиције које подстичу продуктивност и технолошки напредак, нарочито у сектору размљивих добара јер подстичу конкурентност и извоз. Србија је једна од земаља са најнижим учешћем размљивих добара у СДИ што се треба узети у обзир када се анализирају резултати и ефекти СДИ.

Након привременог раста СДИ долази до њиховог наглог пада услед привођења приватизације крају те је питање СДИ у будућности дискутабилно. Ако се анализира учешће страних инвеститора у укупној приватизацији бројчано они учествују са 15% али вредносно са 70% у укупно приватизованим предузећима. Највећа страна улагања извршена су у 2006. години и износила су 4 387 милиона еура. Највећа појединачна инвестиција је норвешког Теленора који је победио на тендеру за приватизацију компаније Моби 63 понудивши 1 513 милиона еура а његова укупна улагања закључно са 2011. годином су износила 1 602 милиона еура.⁴⁷⁴

⁴⁷² UNCTAD, World Investment Report 2013, Annex Tables

⁴⁷³ Молнар Дејан, Пејчић Драган, Студија пословне климе на локалном нивоу, Стална конференција градова и општина, Београд, 2012, стр.5

⁴⁷⁴ SIEPA

Табела 72. Највредније СДИ у Србији (2001-2011)*

Компанија	Земља порекла	Сектор	Износ(милион.еур)
Telenor	Норвешка	Телекомуникације	1 602
Gazprom Neft-NIS	Русија	Енергетика	947
Fiat Automobili Serbia	Италија	Аутомобилска индустрија	940
Delhaize	Белгија	Малопродаја	933
Philio Morris-DIN	SAD	Дуванска индустрија	733
Stada-Hemofarm	Немачка	Фармацеутска индустрија	650
Mobilikom austria group	Аустрија	Телекомуникације	633
Agrokor	Хрватска	Прехрамбена индустрија	614
Banka Intesa	Италија	Банкарство	508
Salford Investment Fund	Велика Британија	Прехрамбена индустрија	500
Eurobank EFG	Грчка	Банкарство	500
Raiffeisen banka	Аустрија	Банкарство	500
Merkator	Словенија	Малопродаја	500
Star Bev- Apatinska pivara	Чешка	Пивара	487
CEE/BIG shopping centers	Израел	Некретнине	470
NBG	Грчка	Банкарство	425
Credit Agricole Srbija	Француска	Банкарство	264
Fondiarial SAI	Италија	Осигурање	220
Lukoil- Beopetrol	Русија	Енергетика	210
British American Tobacco	Велика Британија	Дуванска индустрија	200
OMV	Аустрија	Бензинске пумпе	150

*Подаци се односе на укупан износ инвестиција наведених компанија од уласка на српско тржиште до краја 2011. године. Извор: SIEPA

Земље које су највише инвестирале у Србију су углавном земље из ЕУ и земље из нашег окружења. Занимљиво је да често фондови из земаља у окружењу улажу у ХоВ земаља у свом окружењу. Међутим од укупних СДИ само 16,6% је отишло у индустрију.⁴⁷⁵

Табела 73. Стране инвестиције у Србији по земљама (милиони еура)

1.Аустрија	3 100	9. Француска	864
2.Италија	1 988*	10. Велика Британија	717
3.Норвешка	1 602	11. Словенија	699
4.Грчка	1 620	12. Хрватска	616
5.Белгија	1 483	13. Израел	417
6.Немачка	1 300	14. Данска	259
7.Русија	1 157	15. Швајцарска	254
8.САД	1 140		

* Банка Intesa је извршила и докапитализацију, аквизицију и задржала добит у износу од 1 355 мил.еура
Извор: <http://www.naled-serbia.org>

⁴⁷⁵ Gyorgy Simon, Jr. *Some Aspects of Economic Development of Serbia*, Corvinus Univesrity of Budapest, 2013, str.22

У Србији је током 2012.год. реализовано 78 пројеката страних директних инвестиција углавном из Европе. Готово 90% пројеката реализовале су европске компаније а више од половине радних места обезбедиле су италијанске фирме. Немачка и Аустрија такође спадају у велике инвеститоре када су у питању улагања у производњу.

Средином 2010. год. у Србији је пословало 11 013 предузећа чији је власник једно страни физичко или правно лице. Према подацима АПР међу земљама из којих долазе странци су и тзв. порески рајеви. Тако је са Британских Девичанских острва регистровано 163 предузећа, из Луксембурга 84, Лихтенштајна 61, Маршалских острва 12, Кајманских острва 3, а највише са Кипра 682 предузећа.⁴⁷⁶ Многи фондови који су учествовали у приватизацији у Србији су регистровани у офшор зонама. Седиште фонда *Salford* је на Канарским острвима, фонда *Midlend* на Кајманским острвима, *FPPBalkan Limitida* у Лихтенштајну а *Wordfin* у Луксембургу. Присуство страних фондова може бити опасно у нестабилним условима јер могу да због наглог одлива новца угрозе финансијски систем.

СДИ које су извршили страни фондови или компаније на бази приватизације заправо не доприносе у значајнијој мери развоју економије јер су то углавном улагања у већ постојеће капацитете у земљи по принципу куповине предузећа. Истински развојни ефекат постиже се привлачењем гринфилд и браунфилд СДИ што доприноси оживљавању производње, већем извозу и повећању запослености. Међутим, учешће ових видова СДИ у Србији је занемарљив. Према подацима едиције *Стране директне инвестиције у Србији од 2001. до 2011.* коју је објавила Бизнис инфо група, од укупних инвестиција 15% се односи на гринфилд инвестиције.

8.3.1. Приватизација у Србији

Процес приватизације у Србији отпочео је применом савезног Закон о промету и располагању друштвеним капиталом. Као и у осталим бившим републикама и у Србији је приватизација по овом закону била неуспешна. У лето 1994. год. спроведен је поступак ревалоризације и ревизије приватизације што је изазвало компромитацију процеса приватизације. После извршене контроле учешће акционарског капитала смањено је на 2,91% а друштвени капитал подигнут је на 97,09%. На тај начин је у потпуности поништен модел продаје којим су предузећа уплатила значајне износе републичким фондовима.⁴⁷⁷

Нови републички Закон о својинској трансформацији усвојен је 1997. године и почеће са применом 31. октобра 1998. године. Овај закон предвиђа следеће моделе

⁴⁷⁶ Агенција за привредне регистре (АПР)

⁴⁷⁷ Зеџ Миодраг Живковић Бошко, *Транзиција реалног и финансијског сектора, Институт економских наука, Београд, 1997, стр.83*

приватизације: продаја, докапитализација и конверзија потраживања у акције. По овом закону могуће је разликовати три групе предузећа.

Прву групу чине предузећа са друштвеним или мешовитим капиталом у којима одлуку о трансформацији доноси орган управљања у предузећу. Другу групу чине предузећа која се трансформишу према посебном програму Владе. Ради се о предузећима са недовољним обртним средствима, која би услед приватизације путем бесплатне поделе акција отежано пословала и на крају отишла у стечај. Трећу групу предузећа чине државна предузећа која се трансформишу одлуком Владе. Ту спадају предузећа везана за природне монополе, мрежне технологије и инфраструктуру.

Сва предузећа су дужна да изврше процену вредности капитала. Верификацију процењене вредности врши Дирекција за процену вредности капитала. Избегнут је ваучерски модел приватизације те инвестициони фондови нису имали тако важну улогу у процесу приватизације као у другим постсоцијалистичким земљама. Овај модел се ослањао на већинску бесплатну поделу акција грађанима (60%). Иако су сви грађани имали право на бесплатне акције сразмерно годинама стажа, предност су имали запослени, бивши запослени, пензионери предузећа у којима се врши приватизација као и осигурани пољопривредници. Они учествују у приватизацији са 400 дем по години стажа. Поред тога они су могли да купе и додатне акције са попустом и то у максималном износу од 6000 дем уз општи попуст од 20% увећан за један процентни поен по години стажа. Исплата за акције купљене са попустом морала се извршити у року од шест година. Преосталих 40% капитала се распоређује тако што се на државни пензиони фонд преноси 10% капитала а остатак се уступа државном Акцијском фонду (без права управљања), који врши даљу продају заинтересованим купцима на берзи.

Како су дугови предузећа чинили велики део укупно ангажованих средстава, програм је предвиђао посебан модел за њихову приватизацију-конверзију дуга у имовину са попустом од 20%. Тако су повериоци могли да постану власници акција предузећа.

И овај модел приватизације је имао своје недостатке. Модел је заснован и ослања се на теорији минулог рада и инсајдерском власништву. Фаворизују се радници који преферирају плате а не добит. У исто време они су против перструктурирања и отпуштања. Поред тога већински део акцијског капитала због критеријума радног стажа иде у власништво старијих радника и пензионера. Грађани који нису запослени у предузећима која се приватизују су у неравноправном положају. Приговор овом моделу приватизације је и да су предузећа добила некомпетентне власнике неспособне да докапитализују предузећа и побољшају њихове перформенсе. Међутим, већински власник је могао бити успостављан преко тржишта ХоВ куповином акција од многобројних малих акционара који су

продавали своје акције. У предузећима у којима се на секундарном тржишту није концентрисало власништво многа приватизована предузећа су запала у финансијске тешкоће па и стечај што компромитује овај модел приватизације.

Према Закону о својинској трансформацији обухваћено је 786 предузећа (34,5% од укупно трансформисаних предузећа) с укупним капиталом од око 170 милијарди динара. По овом закону за 3 године започело је трансформацију око 21% укупне привреде Србије. Процес приватизације завршен је у том периоду у око 350 предузећа а осталих 430 предузећа у којима је започета приватизација наставило је процес у наредном периоду.⁴⁷⁸

Предузећа су имала аутономију у одлучивању да ли ће ићи у приватизацију. Иако је овај модел био врло повољан за раднике у многим предузећима нису били расположени за промене. Неороченост и необавезност приватизације учиниле су да се процес одуговлачио и у многим предузећима није ни започео.

Влада је почетком 2001. год. дала предлог Закона о приватизацији усвојен 29. јуна 2001. Одређени су носиоци приватизације: Агенција за приватизацију, Акцијски фонд и Централни регистар за ХоВ. Установљена су два основна модела приватизације: продаја капитала и пренос капитала без накнаде. При томе се 70% капитала продаје појединачним или колективним власницима из земље или иностранства. Поступак продаје се врши јавном аукцијом или јавним тендером. Тендери су били намењени продаји већих и потенцијално перспективних предузећа (око 200). Аукције су биле предвиђене за продају мањих предузећа. Новину представља могућност куповине односно плаћања путем обвезница старе девизне штедње.

Део капитала који остане након аукцијске продаје (30%) припада запосленима. Капитал за стицање акција без накнаде може да износи 30% вредности капитала који се приватизује ако се приватизација спроведе у року од 18 месеци, 20% ако се спроведе у року од 18 до 30 месеци и 10% ако се приватизација спроведе у року дужем од 30 месеци. У првом случају радницима припада по 400 дем у дин. противвредности по години стажа, у другом 300 дем а у трећем случају 150 дем. Овим концептом приватизације субјекти приватизације су обавезни да се приватизују у року од 4 године од дана ступања на снагу овог закона или најкасније до 29.06.2005. год. Непродати део се преноси Акцијском фонду чиме се у целини елиминише друштвени капитал. Акцијски фонд је дужан да прода акције које су му пренете по сили закона у року од 6 година.

Део капитала предузећа који остане после тендерске продаје (до 15%) може бити подељен бесплатно запосленима, а што остане након тога (најмање 15%) треба да буде бесплатно подељено свим грађанима.

⁴⁷⁸ Агенција за приватизацију, www.priv.rs

Кључну улогу имају инвеститори који ће обезбедити додатна улагања и држава која путем институција треба да обезбеди брз и транспарентан пренос власништва. Закон је донет у циљу привлачења страних инвеститора како би се обезбедио прилив новца у Буџет Републике Србије. Закон о приватизацији предвиђа да се приходи од приватизације расподеле тако да 50% одлази у Буџет Републике Србије, 5% одлази у Фонд за реституцију, 10% иде у пензиони фонд и 5% у развој инфраструктуре локалне самоуправе према седишту субјекта приватизације.

Према овом закону у приватизацију је ушло 2600 предузећа. Агенција за приватизацију је проценила да од овог броја 2480 предузећа ће бити приватизовано методом аукцијске продаје, око 100 тендерском продајом и око 20 методом прве јавне понуде. Поред тога Закон регулише и поступак завршетка приватизације у предузећима која су приватизацију отпочела по моделу преузимања од стране запослених, кроз продају мањинских пакета акција. На тај начин укупан број предузећа која су у процесу приватизације износи око 4600(2600 иницијална приватизација + 2000 реприватизација).⁴⁷⁹

На дан 01. август 2006. у поступку приватизације од укупно 4600 предузећа налазило се 4338. Од тог броја продаја акција од 2000 претходно трансформисаних предузећа одвија се у 682 случајева, аукцијаска продаја од 2480 случајева у 1640 случаја, тендерска продаја од 100 случајева у 66 случаја и прва јавна понуда од 20 предвиђених случајева. Приход од приватизације је био око 2 млрд. ЕУР и преко 1 млрд. ЕУР за инвестиције и социјални програм. Највећи приход потиче од тендера где су се као најбољи купци појављивали страни инвеститори.⁴⁸⁰

Изменама Закона о приватизацији рок за окончање приватизације је продужен до краја 2007. године а затим је продужен до краја 2008. године. Остваривање овог закона продужило се до данашњих дана. Ипак се може рећи да је крајем 2011. год. највећи број предвиђених предузећа прошао кроз програм приватизације (око 2000 предузећа од чега је до краја 2009. године приватизовано 1638 а 537 је остало неприватизовано или у реструктурисању). Треба напоменути да је велики број приватизација (око 600) поништен углавном услед разних одступања нових власника од продајних уговора.⁴⁸¹

У периоду транзиције банкарски сектор у Србији се нашао у веома тешком положају. Почетак реформи банкарског сектора обележило је гашење четири велике банке (Београдска банка, Беобанка, Инвестбана и Југобанка), које су покривале 90% послова

⁴⁷⁹ Драган Ђуричин, *Транзиција, стабилизација и одрживи развој: перспективе Србије*, Економски факултет Београд, стр.7

⁴⁸⁰ Драган Ђуричин, *Транзиција, стабилизација и одрживи развој: перспективе Србије*, Економски факултет Београд, стр.7

⁴⁸¹ Агенција за приватизацију, www.priv.rs.

привреде и штедње становништва. Отворен је стечај ових банака а задужена предузећа ослобођена дугова што је требало да олакша њихову приватизацију. Истовремено овај процес је омогућио лакши улазак страних банака на српско банкарско тржиште. Банке из Аустрије и Немачке ушле су на тржиште кроз *greenfield* лиценце а током наредног периода стране банке (грчке, италијанске и аустријске) су преузеле 13 домаћих банака. Број банака се више него преполовио. Дрastically се променила и власничка структура банака. Друштвено власништво се свело на испод 16% а учешће иностраних банака у укупној активи банкарског сектора Србије се попео на 75,5%.⁴⁸²

Србија је прихватила модел транзиције који је, осим Словеније, у старту био наметнут свим транзиционим европским земљама, потпуно игноришући чињеницу да је Пољска брзо напустила тај модел и након тога постигла врло солидне привредне перформансе, да је резултат транзиције у Русији слом њене привреде у 1998. години. Није помогао ни апел руских академика и низа америчких добитника Нобелове награде за економију (*Kenet Erou, Vasilij Lentijev, Lorenc Kljan, Robert Solou*) да је потребно напустити модел убрзане транзиције, да прелазак на истинску тржишну привреду захтева време и да покушај да се тај процес битно скрати - води у катастрофу, те да политика *не мешања државе* као дела шок терапије није била оправдана и да је нужно да држава преузме на себе основну улогу у економији, као што је случај у савременим привредама Шведске или Немачке.⁴⁸³

8.3.2. Страни инвестициони фондови у Србији

Србија свој развој и интеграцију у светско тржиште заснива на страним директним инвестицијама. Међутим, због лошег кредитног рејтинга и повећаног ризика улагања у нашу земљу, шансе за улазак капитала из иностранства кроз нове пртфолио инвестиције су мале. Кредитни рејтинг Србије се стално погоршава а политички ризик је додатно увећан проглашењем независности Косова. Поред нестабилне политичке ситуације, током 2008. године, у време светске финансијске кризе, додатно се повећала неизвесност инвеститора и дошло је до већег повлачења страног капитала са тржишта Србије. То је утицало на смањење ликвидности тржишта капитала. Индекси на берзи су губили вредност брже него на развијеним тржиштима.

Економија Србије је као и економија читавог региона ЦИЕ осетила повлачење и смањење СДИ са појавом светске финансијске кризе. СДИ су веома осетљиве на укупно макроекономско, социјално и политичко окружење и захтевају сигурне и стабилне услове

⁴⁸² Хаџић Миролуб, *Банкарство, Универзитет Сингидунум, 2009, стр.95*

⁴⁸³ Ковачевић Млађен, *Лик и дело гробара српске економије (2000-2011), Нови Стандард, 2011*

за своје пословање. Прилив СДИ у Србију и земље у транзицији је смањен и представља озбиљну претњу даљем расту и развоју привреда ових земаља у оквиру транзиционих промена. У 2012. години у Србију су ушле најмање стране директне инвестиције од 2000. године. То указује на чињеницу да нас привредници из иностранства још увек виде као нестабилну државу у којој политичка ситуација знатно утиче на пословање компанија. У последњем истраживању америчке фондације *Heritidž* о економским слободама у свету Србија се међу 177 земаља наша на 94. месту.

Табела 74. Стране директне инвестиције у Србији (2005 – 2012)

Година	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Нето, милиона \$	1577	4256	3440	2955	1959	1329	2709	352

Извор: Unctad, World Investment Report 2013, Annex Tables

Највећи проблем још увек представља несигурно и ризично тржиште које ствара конфузију. Страни инвеститори када донесу одлуку о инвестирању оцењују ризик и потенцијални профит који би требало да донесе пословна активност. Због високог ризика страни инвеститори очекују и висок принос што утиче на цену коју Србија и њени субјекти плаћају за страни капитал кроз пореске, царинске и друге олакшице. Ниском приливу страних инвестиција допринела је политичка нестабилност и успорени процеси међународних интерграција. Улагања у пројекте саобраћајне и телекомуникационе инфраструктуре су у функцији креирања стимулативног амбијента за стране инвестиције. Као резултат бољег квалитета инфраструктуре али и других фактора попут повољнијег географског положаја, вишег нивоа дохотка и расположивост квалификованом радном снагом у приливу СДИ су доминирали најразвијенији региони Војводина и Београд.

Иако је Србија значајно унапредила своје пословно окружење последњих година још увек постоји огроман простор за побољшање. Многе компоненте које утичу на СДИ зависе од влада земље домаћина. Србија треба да спроведе конкретне мере: да смањи политички ризик, убрза спровођење структурних реформи, побољша пословну климу, оконча приватизацију, унапреди законодавство, смањи бирократизацију итд.

Међу страним инвеститорима који су инвестирали у Србију значајно место заузимају страни инвестициони фондови.

Salford је британски инвестициони фонд који је у Србији присутан од 2003. године када је извршио приватизацију најзначајнијих српских млекара. Објединио је четири највеће млекаре и улагао годишње по 10 милиона еура у њихов развој. Поред млекара

фонд је купио и фабрику за производњу воде *Књаз Милош* и кондиторску фабрику *Бамби*. *Salford* највише улаже у тржишта земаља бивше СССР-а и Источне Европе.⁴⁸⁴

Инвестициони фонд *Ašmor* из Велике Британије је 2007. године купио на Београдској берзи 40,88 одсто акција индустрије меса *Карнекс* за око 1,3 милијарде долара. Претходне године је купио 51,2 одсто ове фабрике од инвестиционог фонда *Midland Resources Holding*, те је након ове трансакције постао готово једини власник фабрике. *Карнекс* је 2011. преузела МК група.⁴⁸⁵

Midland Resources Holding је британски инвестициони фонд који је поред *Карнекса* учествовао и у приватизацији луке *Дунав Панчево*, угоститељског предузећа *Стари град*, *Ваљаонице бакра Севојно* да би их касније препродао.

Blue Sea Capital је инвестициони фонд основан у Холандији. Фокусирао се на тржиште земаља бивше Југославије инвестирајући у мала и средња предузећа са регионалним потенцијалом. У Србији је инвестирао у гинеколошку болницу *Јевремова*, дом здравља *Др Ристић*, дом здравља *Једро* итд.

Инвестициони фонд *Wordfin* учествовао је у приватизацији *Луке Београд*, али је то једна од 24 спорне приватизације и врши се њено преиспитивање.

Инвестициони фонд из Аустрије *Meinl Capital Advisors AG* је методом јавног тендера 2008. преузео *JAT Технику доо Београд*.

Затворени инвестициони фонд *RC2* улаже у капитал и обвезнице компанија у Румунији, Србији и Бугарској. Код нас је купио фирму *Ist Point*.

Intel capital, продужница највећег светског произвођача процесора, основала је специјалан фонд за финансирање компанија за усавршавање аутомобилских технологија. Инвестирају и у пројекте у вези са здрављем и чистим технологијама.

SEAF је инвестициона фирма која обезбеђује капитал за раст и оперативну подршку фирмама на тржиштима у развоју. Са седиштем у Вашингтону *SEAF* улаже у 22 земље широм света кроз међународну мрежу коју чини 21 приватни инвестициони фонд. Фонд за помоћ малим и средњим предузећима Јужног Балкана је приватни инвестициони фонд којим управља *SEAF*, а који инвестира у приватне компаније у Србији, Црној Гори и Македонији. *SEAF (Small Enterprise Assistance Fund)* помаже предузећима која не могу доћи до кредита на уобичајен начин. Уз помоћ овог фонда предузећа могу да послују а да при том немају ни високе трошкове задуживања нити угрожену ликвидност. Инвестирањем у предузеће *SEAF* постаје сувласник тог предузећа. Након неколико година фонд продаје

⁴⁸⁴ Агенција за приватизацију, www.priv.rs

⁴⁸⁵ Агенција за приватизацију www.priv.rs,

своје учешће и повлачи се из власничке структуре остварујући високе приносе у складу са преузетим ризиком.

Сарадњу и улагање у земље Балкана и нашу земљу започели су и фондови *Libertas Capital* из Велике Британије, *VP Eastern Europe Rebate* из Немачке, *Tecnolog Venture Capital Facility* из Луксембурга, *Primus Venture Capital* из Мађарске и други.

Светска економска криза врло негативно се одразила на прилив страног капитала у земљама у транзицији. Она се манифестовала кроз обуставу прилива иностраног капитала. Криза је уздрмала постојећи модел развоја ових земаља у којима су СДИ играле улогу кључног покретача развоја. Земље у транзицији су се исцрпили и привеле крају процес приватизације државних и друштвених предузећа и не поседују сопствени покретачки капитал за излазак из зачараног круга сиромаштва.

8.3.3. Резултати приватизације

Србија у периоду закаснеле транзиције није остварила одрживи раст уз ниску инфлацију, одржив ниво дефицита текућег биланса и раст запослености. Привреда је остварила приличне стопе раста у последњих десет година по просечној стопи од преко 4% али је ниво активности још увек низак а финална потрошња је и даље већа од нивоа БДП. Ниска је продуктивност предузећа и лоша конкурентност. Присутан је пораст незапослености који представља један од највећих проблема српске привреде. Инфлација је смањена али њени годишњи износи указују на постојање макроекономске неравнотеже (у првом кварталу 2013. године је износила 11,2%). На то указују висок ниво дефицита на текућем рачуну, раст увоза и велики спољнотрговински дефицит. На пораст увоза утиче раст домаће тражње због неадекватног повећања зарада и јавне потрошње и снажне кредитне активности банака. Држава обезбеђује у име социјалне сигурности потрошњу која је већа од производње и штедње. Предимензиониран је јавни сектор. Фискални дефицит је највећим делом финансиран из прилива од приватизације.⁴⁸⁶

У периоду 1961-2010. раст привреде Србије био је спорији од раста привреде ЕУ и САД. Међутим, у периоду пре транзиције, 1961-1989. раст привреде Србије био је бржи од раста привреда ЕУ и САД. То је поништено катастрофалним дешавањима током последњих деценија 20. века. Стагнација и дубока криза уследиле су 1980-их а затим трансформациона рецесија током 1990-их година. Са убрзањем транзиције дошло је до сустизања економских резултата који су остваривани пре транзиције.⁴⁸⁷

⁴⁸⁶ Народна банка Србије, www.nbs.rs

⁴⁸⁷ *Georgy Simon, Jr. Some Aspects of Economic Development of Serbia, Corvinus University of Budapest, 2013, str. 8*

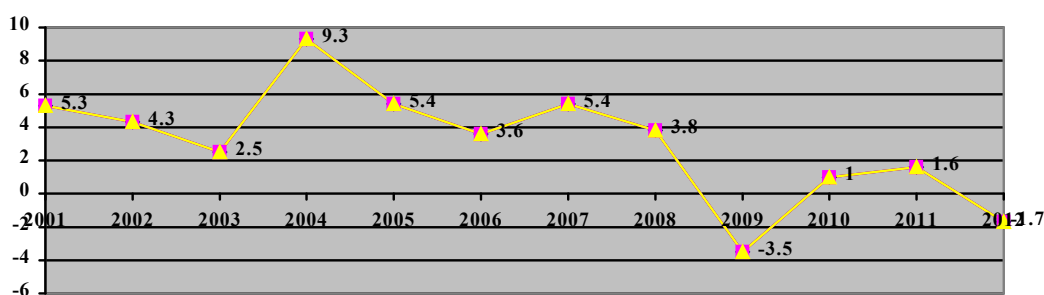
Табела 75. Просечне годишње промене стопа БДП у Србији, ЕУ-15 и САД

	1961- 2010	1961- 1970	1971- 1980	1981- 1989	1990- 2000	2001- 2010
Србија	1,70	6,01	5,88	0,60	-6,80	4,15
ЕУ-15	2,90	4,99	3,16	2,38	2,73	1,22
САД	3,11	4,19	3,19	3,41	3,14	1,65

Izvor: Gyorgy Simon Jr, *Some Aspects of Economic Development of Serbia*, Corvinus Univesrity of Budapest, 2013

Република Србија је у периоду од 2001. до 2012. год. остварила највећи раст БДП у 2004. год. од 9.3%. На раст је утицала домаћа тражња, извоз, реализоване инвестиције и пре свега приватизација друштвених предузећа.⁴⁸⁸

Графикон 53. Реални раст бруто домаћег производа у %



Izvor: РЗС, НБС, Министарство финансија.

Посматрано секторски највећи део раста БДП привреде после 2001. год. потицало је из саобраћаја, телекомуникација, трговине, осигурања и финансијског посредовања. Структура привреде је измењена значајним смањењем учешћа индустрије у корист других делатности. Учешће индустрије у БДП је око 17,8% у 2007. год. док је 1990. износило 44,4%. У наредним годинама долази до даљег пада учешћа индустрије у БДП на свега 15,7% 2010. Овај показатељ указује на процес деиндустријализације што је супротно концепту развоја који примењују водеће земље у транзицији, Чешка, Мађарска, Пољска, Словенија. Индустријска производња је показала ефекат транзиционе рецесије који је настао као последица лоше спроведене приватизације. Средства која су добијена од приватизације нису усмерена у инвестиције, кредитирање развојних и извозних пројеката и реструктуирање. Индустрија је слабе извозне орјентисаности, високе увозне зависности, ниског нивоа техничко технолошке опремљености, ниског степена конкурентности.⁴⁸⁹

Директне стране инвестиције показују сличну секторску структуру улагања. Свега 20% инвестиција се односи на индустријске гране а све остало на неразмењиве делатности:

⁴⁸⁸ РЗС, НБС, Министарство финансија.

⁴⁸⁹ Статистички годишњак Србије 2008, РЗС, Београд, стр.245-252

банкарство, осигурање, саобраћај, телекомуникације, трговина и некретнине. Као резултат овог процеса развија се привредна структура у којој доминирају услуге и привредни раст који је базиран на потрошњи а не на инвестицијама. У нашој привреди раст индустријске производње битно заостаје за растом друштвеног бруто производа. Док је БДП у протеклих пет година растао по просечној стопи од око 1,7% индустријаска производња се повећавала у просеку за само 0,2%.⁴⁹⁰

Србија је у протеклом периоду остварила значајно повећање извоза са 2,6 млрд. еура у 2001.год. на 11,9 млрд. еура у 2012. год. али и увоза, са 5 млрд. еура на 17,2 млрд. еура. Покривеност увоза робе извозом кретала се око 50%. У последњим годинама тренд је мало поправљен али је спољнотрговински дефицит и даље висок.⁴⁹¹

Табела 76. Извоз и увоз у последњих десет година (милион. еур)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Извоз	2693	3125	3847	4475	5330	6949	8686	10157	8478	10070	11472	11913
Увоз	5023	6387	7206	9543	9613	11971	16016	18843	13404	14643	16627	17211

Извор: НБС

Пад инвестиција након 2006. год. и висок спољнотрговински дефицит као и буџетски дефицит приморали су владу на задуживање што озбиљно погоршава проблеме спољне задужености. На крају 2000. спољни дуг Србије износио је 10,8 млрд.\$, да би се на крају 2008. скоро утростручио (30,7 млрд.\$), а крајем марта 2012. год. је износио 31,5 млрд \$.⁴⁹²

Србија заостаје за развијеним транзиционим земљама. Она је према проценама 2010. достигла ниво који су успешне транзиционе земље оствариле деведесетих година прошлог века. Према извештају о транзицији за 2010. Србија спорије спроводи реформе у односу на земље из региона и веома заостаје у транзиционим реформама у областима: приватизације великих предузећа, сигурности тржишта, реструктуирање предузећа, политике конкуренције. Посебно је успорила темпо 2009. и 2010. због економске кризе. Постигнут је известан напредак у борби против корупције и криминала и у реформама правосуђа. Посебно је значајна приватизација и реструктуирање великих предузећа у већини инфраструктурних сектора са већинским државним капиталом. Од 2002. до закључно са 2010. годином методом продаје на тендеру, аукцији и тржишту капитала приватизовано је 2 402 друштвена предузећа, остварен укупан приход од 2,7 млрд. еура и уговорене инвестиције у развој ових предузећа од 1,2 млрд. еура.⁴⁹³

⁴⁹⁰ Молнар Дејан, Пејчић Драган, Студија пословне климе на локалном нивоу, Стална конференција градова и општина, Београд, 2012, стр.5

⁴⁹¹ РЗС, НБС, Министарство финансија.

⁴⁹² <http://www.nbs.rs/>

⁴⁹³ Агенција за приватизацију, www.priv.rs

Табела 77. Резултати приватизације друштвених предузећа 2002 - 2010. (милиони еура)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Укупно
Број продатих предузећа	211	637	237	317	279	312	275	94	40	2 402
Приход од продаје	318,8	839,7	153,9	370,9	239,4	426,0	252,8	48,8	19,0	2 669
Инвестиције	320,1	319,8	99,6	98,6	149,5	103,2	62,1	24,6	1,3	1 179

Извор: Агенција за приватизацију, *Приватизација путем тендера, аукције и тржишта капитала*

Од укупног прихода оствареног од приватизације тек је око 1 600 милиона еура уплаћено у буџет јер део није наплаћен, трошкови приватизације су износили 86 736 мил. еура, финансијски расходи 13 853 мил. еура, део је отишо на намирење повериоца и део је остао нераспоређен. Само исплаћене обавезе по основу услуга консултантских кућа у периоду 2002-2011. са којима је склопљен уговор у складу са законом о јавним набавкама и процедурама износио је 4 268 742 767,69 дин.⁴⁹⁴

У периоду од 2002. до 2010. године раскинута су 642 уговора о приватизацији. Од тога у 2010. години је раскинута 127 уговора.⁴⁹⁵ У 2011. години приватизовано је само 18 предузећа. Као последица приватизације и реструктурирања предузећа смањен је број запослених у периоду 2002-2011. у приватизованим предузећима за преко 60% односно за 410 хиљада запослених.⁴⁹⁶ Стопа незапослености је једна од највећих у Европи (22,4% у 2012. години) што представља велики структурни проблем привреде Србије.⁴⁹⁷

Влада је почетком 2001. године донела одлуку о реструктурирању великих друштвених предузећа и поверила је Агенцији за приватизацију. У поступку реструктурирања је било 70 великих друштвених предузећа са преко 150 000 запослених. Циљ је био да се они припреме за приватизацију и продају успешним инвеститорима с тим да она предузећа која немају перспективу иду у стечај. У 2004. години приватизована су само два предузећа. Од 2005. до 2008. реструктурирано је и продато 35 великих друштвених предузећа а седам великих друштвених предузећа је отишло у стечај.⁴⁹⁸

Србија спроводи политику развоја малих и средњих предузећа у складу са начелима Европске повеље о малој привреди. Влада је крајем 2005. усвојила план за подстицање развоја малих и срењих предузећа у циљу олакшавања оснивања и пословања ових предузећа. Посебан значај за привредни раст има оснивање 60 998 нових предузећа и 236 055 предузетничких радњи у периоду од 2005. закључно са 2010. годином чије је учешће у стварању БДП између 50 и 60%, а у запошљавању учествују са преко 60%.⁴⁹⁹

⁴⁹⁴ Агенција за приватизацију, www.priv.rs

⁴⁹⁵ Агенција за приватизацију, www.priv.rs

⁴⁹⁶ Николић Иван, *Приватизација у Србији*, Економски институт, Београд, 2012, стр.12

⁴⁹⁷ Министарство финансија РС, *Основни индикатори макроекономских кретања, према подацима НБС*

⁴⁹⁸ Агенција за приватизацију, www.priv.rs

⁴⁹⁹ Републички завод за статистику

Процене су показале да нове приватне фирме у Србији имају продуктивност од 85%, друштвене неприватизоване фирме 15% а приватизоване фирме 60%. Резултати су недвосмислени: нове приватне фирме у Србији, као и свуда у свету, су продуктивније, профитабилније и имају најбржи раст. Међутим проблем је што не постоји њих довољно да убрзају економски развој земље.⁵⁰⁰

У извештају *Duing Biznis* 2010. Србија је сврстана на 88 место између 183 земље по условима које нуди у погледу пословне климе и покретања бизниса. Слабо 136 место је заузела по висини пореских оптерећења. Такође је заузела 105 место по регистравању власништва. Конкурентност сваке земље је одређена продуктивношћу предузећа. Србија се према глобалном индексу конкурентности налази на 96 месту од 139 земаља и иза већине земаља из окружења. То указује на неопходност подизања нивоа конкурентности.⁵⁰¹

Интерес страног капитала за улагање у Србију је недовољан а домаћи инвеститори немају довољан предузетнички капитал да би потпуно преузели водећу улогу. У структури страних инвестиција потребне су *greenfield* инвестиције и докапитализација. Учешће инвестиција у ГДП Србије је готово двоструко мање од других привреда у транзицији. У циљу повећања страних инвестиција неопходно је повећати степен економских слобода, смањити пореске стопе, остварити макроекономску стабилност и направити атрактиван пословни амбијент за инвеститоре. У циљу привлачења страних инвестиција Србија је донела Националну стратегију привлачења инвестиција и обезбедила пореске подстицаје за инвестирање. Спољнотрговински режим је стимулативан за долазак страних директних инвестиција.

8.4. Перспективе развоја инвестиционих фондова у Србији

Развој инвестиционих фондова у Србији од њиховог настанка 2007. до данас имао је прилично слаб темпо развоја. Глобална финансијска криза изазвала је велики пад цена акција на светским тржиштима што је резултирало и великим падом вредности имовине наших фондова и губљењем поверења у ове институције. Иако је на крају 2013. године више него удвостручена вредност фондова у Србији у односу на 2012. годину износ уложен у фондове је још увек мали и износи свега 63 милиона долара. Учешће инвестиционих фондова у укупном финансијском потенцијалу нашег тржишта је свега 0,5% што је неупоредиво ниже него учешће у развијеним земљама.⁵⁰²

⁵⁰⁰ *Itzhak Goldberg, Radulović Branko, Mark Schaffer, Productivity, Ownership and the Investment Climate: International Lessons for Priorities in Serbia, World Bank Policy Research Working Paper 3681, 2005, str. 8*

⁵⁰¹ Република Србија, Народна скупштина, Основни макроекономски показатељи у Републици Србији (2007-2011), 3-6/12

⁵⁰² Народна банка Србије

Табела 78. Кретање обима активе отворених инвестиционих фондова
у милионима УСД долара у периоду 2007 – 2013

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
С В Е Т	\$26.131.496	\$18.920.057	\$22.945.623	\$24.710.398	\$23.796.672	\$26.837.407	\$30.049.934
Америка	13.423.089	10.581.988	12.578.593	13.598.071	13.530.122	15.139.998	17.156.409
Аргентина	6.789	3.867	4.470	5.179	6.808	9.185	11.179
Бразил	615.365	479.321	783.970	980.448	1.008.928	1.070.998	1.018.641
Канада	698.397	416.031	565.156	636.947	753.606	856.504	940.580
Чиле	24.444	17.587	34.227	38.243	33.425	37.900	39.291
Коста Рика	1.203	1.098	1.309	1.470	1.266	1.484	1.933
Мексико	75.428	60.435	70.659	98.094	92.743	112.201	120.518
Тринидад и Тобаго	N/A	N/A	5.832	5.812	5.989	6.505	6.586
УСА	12.001.463	9.603.649	11.112.970	11.831.878	11.627.357	13.045.221	15.017.682
Европа	8.934.864	6.231.116	7.545.535	7.903.389	7.220.298	8.230.061	9.374.830
Аустрија	138.709	93.269	99.628	94.67	81.038	89.125	90.633
Белгија	149.842	105.057	106.721	96.288	81.505	81.651	91.528
Бугарска	N/A	226	256	302	291	324	504
Чешка Република	7.595	5.260	5.436	5.508	4.445	5.001	5.131
Данска	104.082	65.182	83.024	89.800	84.891	103.506	118.702
Финска	81.136	48.75	66.131	71.210	62.193	73.985	88.462
Француска	1.989.690	1.591.082	1805.641	1.617.176	1.382.068	1.473.085	1.531.500
Немачка	372.072	237.986	317.543	333.713	293.011	327.640	382.976
Грчка	29.807	12.189	12.434	8.627	5.213	6.011	6.742
Мађарска	12.577	9.188	11.052	11.532	7.193	8.571	12.158
Ирска	951.371	720.486	860.515	1.014.104	1.061.051	1.276.601	1.439.867
Италија	419.687	263.588	279.474	234.313	180.754	181.720	215.553
Лихенштајн	25.103	20.489	30.329	35.387	32.606	31.951	36.235
Луксембург	2.685.065	1.860.763	2.293.973	2.512.874	2.277.465	2.641.964	3.030.665
Малта	N/A	N/A	N/A	N/A	2.132	3.033	3.160
Холандија	113.759	77.379	95.512	85.924	69.156	76.145	85.304
Норвешка	74.709	41.157	71.170	84.505	79.999	98.723	109.325
Пољска	45.542	17.782	23.025	25.595	18.463	25.883	27.858
Португал	29.732	13.572	15.808	11.004	7.321	7.509	9.625
Румунија	390	326	1.134	1.713	2.388	2.613	4.000
Русија	7.175	2.026	3.182	3.917	3.072	N/A	N/A
Словачка	4.762	3.841	4.222	4.349	3.191	2.952	3.292
Словенија	4.219	2.067	2.610	2.663	2.279	2.371	2.506
Шпанија	396.534	270.983	269.611	216.915	195.221	191.284	248.234
Шведска	194.955	113.331	170.277	205.449	179.707	205.733	252.878
Швајцарска	176.282	135.052	168.260	261.893	273.061	310.686	397.080
Турска	22.609	15.404	19.426	19.545	14.048	16.478	14.078
Велика Британија	897.460	504.681	729.141	854.413	816.537	985.517	1.166.834
Азија и Пацифик	3.678.330	2.037.536	2.715.234	3.067.323	2.921.276	3.322.198	3.375.828
Аустралија	1.192.992	841.133	1.198.838	1.455.851	1.440.128	1.667.128	1.624.081
Кина	434.063	276.303	381.207	364.985	339.037	437.449	479.957
Хонг Конг	818.421	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Индија	108.582	62.805	130.284	111.421	87.519	114.489	107.895
Јапан	713.998	575.327	660.666	785.504	745.383	738.488	774.126
Кореја	329.979	221.992	264.573	266.495	226.716	267.582	285.173
Нови Зеланд	14.924	10.612	17.657	19.562	23.709	31.145	34.185
Пакистан	4.956	1.985	2.224	2.290	2.984	3.159	3.464
Филипини	2.090	1.263	1.488	2.184	2.363	3.566	4.662
Тајван	58.323	46.116	58.297	59.032	53.437	59.192	62.286
Африка	95.221	69.417	106.261	141.615	124.976	145,150	142,868
Северна Африка	95.221	69.417	106.261	141.615	124.976	145,150	142,868

Србија **75** **21** **16** **14** **19** **27** **63**

Извор: Investment Company Institute, 2013, ICI Fact Book;
Народна банка Србије

Несумњиво да постоји велики потенцијал за развој инвестиционих фондова у Србији али степен њиховог развоја зависиће не само од оствареног приноса којим ће вратити поверење инвеститора већ и од бројних других фактора. Недовољно знање о ХоВ и неинформисаност о инвестиционим фондовима у нашој земљи још увек каналишу домаћу штедњу углавном ка банкама. Развој инвестиционих фондова у Србији зависиће од могућности прикупљања ситне штедње грађана и преузимања клијената од банака у које они улажу по навици, као и због непознавања финансијског тржишта.

Емпиријска анализа је показала да постоји врло јака веза између нивоа дохотка и стопе штедње становништва. Што је већи доходак већа је стопа штедње. Ниска штедња утиче на ниску стопу инвестиција која доводи до ниских стопа привредног раста. На тај начин политика унапређења стопе штедње истовремено је и политика која поспешује привредни раст. Мада се у последњих 30 година укупна стопа штедње у свету није значајније променила и износи од прилике 22% светског БДП, сведоци смо значајних промена у стопама штедње у земљама ниског нивоа дохотка где је значајно порасла са 12% БДП (1982) на око 27% БДП (2010).

Земље средњег и вишег нивоа дохотка су у истом периоду такође мало повећале стопу штедње (са 24% на 30% БДП). Међутим светска стопа штедње у истом периоду остаје иста због пада стопе штедње у земљама високог дохотка, који се нарочито исказао након 2004. год. када је стопа штедње пала са 22% на 17% БДП.⁵⁰³ Стопе штедње позитивно су корелисане са нивоом дохотка осим у земљама високог нивоа дохотка. Наиме, након достизања високог нивоа дохотка стопа штедње почиње да пада са даљим растом дохотка.

Табела 79. Бруто национална штедња (% БДП) у земљама у транзицији

Земље	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Албанија	25,5	20,8	20,5	22,3	22,8	23,6	19,1	17,3	15,5	14,3
БиХ	13,1	10,5	9,2	10,4	9,2	12,6	15,7	14,2	14,7	13,3
Бугарска	14,7	17,3	15,8	16,3	15,9	14,6	8,9	14,5	20,4	21,6
Хрватска	18,5	18,1	21,3	22,6	22,0	22,8	22,2	21,8	22,0	22,4
Чешка	24,6	22,7	21,0	22,1	25,6	25,6	25,4	26,8	21,6	22,1
Мађарска	21,1	18,7	16,7	18,5	17,1	16,7	15,2	16,2	17,7	19,5
Македонија	11,9	11,3	18,1	13,8	18,8	21,1	17,6	14,0	19,1	21,5
Пољска	17,6	15,8	16,2	14,8	16,9	17,2	18,2	17,3	16,4	16,3
Румунија	17,8	18,7	16,1	15,3	14,7	16,1	17,6	19,7	21,2	20,4
Словачка	22,4	21,6	18,2	19,7	20,3	19,7	22,2	21,4	16,3	19,8
Словенија	25,2	25,0	24,6	24,8	25,4	26,4	27,2	25,0	21,2	21,8
Србија	11,4	2,8	7,2	16,1	15,0	13,9	12,8	8,2	15,7	15,5

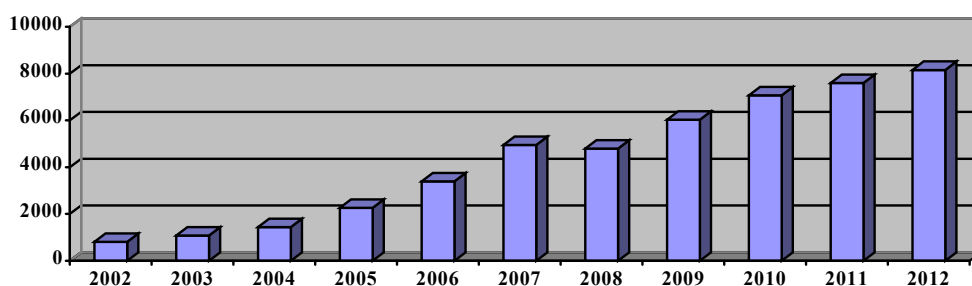
Извор: Раст приватне домаће штедње у циљу убрзања привредног раста Србије, USAID, Србија, 2012

⁵⁰³ USAID Пројекат за боље услове пословања, Раст приватне домаће штедње у циљу убрзања привредног раста Србије, Центар за либерално-демократске студије, Србија, 2012, стр. 7

Стопа штедње у Србији у односу на остале земље у транзицији није нарочито повољна мада показује раст након периода високе инфлације 2002. и 2003. године.⁵⁰⁴

При процени могућности наших грађана за инвестирање у инвестиционе фондове полазимо од одређених претпоставки. Немогуће је утврдити сву финансијску активу којом домаћинства располажу те се анализе своде на штедене депозите у банкама као најзначајнији облик чувања средстава сектора домаћинства. Међутим, Србија мора да достигне одређени ниво раста БДП како би постала интересантна за оснивање и функционисање како домаћих тако и иностраних инвестиционих фондова.

Графикон 54. Штедни депозити грађана у Србији (милион.еур)



Извор: Народна банка Србије

Повећање штедње и претпоставка да грађани у кућним резервама имају још 2 до 4 милијарде еура представља значајан фактор за даље повећање инвестиционих активности. Било би рационално да око 10-20% штедње буде уложено у инвестиционе фондове што чини приличан потенцијал тржишта у Србији. Наиме штедња у 2012. години је око 8 милијарде еура. Уколико би се привукло 10-20% улагача да инвестирају у фондове, то би чинило 800 милиона до 1,6 милијарде еура. Ово говори о великом потенцијалу тржишта у Србији. Међутим да би то било реално неопходно је најпре вратити поверење инвеститора које је пољуљано за време економске кризе. Фондови морају својим приносима да покажу да су боља алтернатива за улагање од банкарских штедних депозита. Фактори који утичу на развој фондова су и привредни раст, финансијска писменост становништва, повољна законска регулатива и пореска политика, понуда алтернативних видова улагања, способност портфолио менаџера као и развој продајне мреже. Реалније је да у Србији функционишу затворени и приватни фондови јер отворени фондови захтевају спремност на континуирани откуп, што захтева ликвидне ХоВ којих нема довољно.

⁵⁰⁴ USAID Пројекат за боље услове пословања, Раст приватне домаће штедње у циљу убрзања привредног раста Србије, Центар за либерално-демократске студије, Србија, 2012, стр. 7

У неразвијеним земљама, попут наше, пожељно је оснивање државних фондова. Државни инвестициони фонд је нарочито погодан за земље са младим и недовољно развијеним тржиштем капитала, јер се сматра да је са аспекта сигурности пласмана овај фонд најпоузданији и најсигурнији.

Најпопуларнији фондови у Србији су новчани фондови а функционишу као динарски и евро новчани фондови. У развијеним државама инвеститори који улажу у фондове ослобођени су плаћања пореза на капиталну добит уколико ти фондови инвестирају средства у тржишне инструменте који су ослобођени пореза. У Србији се не плаћа порез на камату на динарску штедњу као и на камату државних записа и обвезница. Како динарски новчани фондови инвестирају искључиво у те инструменте логично је да приноси на ове фондове буду ослобођени плаћања пореза.

Привреда Србије се и даље ослања на банке иако су банкарски кредити у целом свету најскупљи облик финансирања. Компаније се не финансирају емитовањем корпоративних обвезница чиме би укључиле инвестиционе фондове и бројне ситне инвеститоре у процес финансирања. Поред корпоративних обвезница и муниципалне обвезнице које емитују јединице локалне самоуправе значајно би поправиле избор тржишног материјала који представља ограничавајући фактор развоју фондова. Многе атрактивне фирме у Србији су стекле већинске власнике методом преузимања или докапитализацијом и њихове акције се готово не појављују на берзи. Тек са продајом јавних предузећа јавиће се квалитетне акције и увођењем стимулативних мера може оживети рад фондова. У супротном домаћи инвеститори неће имати довољно квалитетних ХоВ у које могу да улажу те ће их потражити у другим земљама. Тако ћемо доћи у парадоксалну ситуацију да постанемо извозници капитала и тако финансирамо туђи развој, док за сопствени развој обезбеђујемо средства узимањем скувих кредита.

РЕЗИМЕ

На почетку економске транзиције из планске привреде у тржишну Србија је имала повољнију позицију у односу на регион. Та позиција је изгубљена због економских санкција од 1992. до 1995. године као и због ратних дешавања и бомбардовања 1999. године. Реални БДП је у 1999. години пао за 20- 25% у односу на претходну годину, релна незапосленост је процењена на преко 30% а стопа сиромаштва на 20% становништва. Иако је већ 2000. године наступило побољшање (раст БДП 4,5%) и у наредним годинама се

смањивао јавни дуг (2008. је пао на 25,3% БДП), због светске економске кризе параметри су поново погоршани.⁵⁰⁵

Табела 80. Економски подаци и индикатори привреде Србије на крају 1999. године

Спољни дуг (% БДП)	БДП per capita (\$)	БДП (промена у %)	Удео приватног сектора у БДП (%)	Продуктивност рада у индустрији (промена у %)	Удео индустрије у БДП (%)	Удео пољопривреде у БДП (%)	Удео запослених у индустрији (%)	Стопа незапослености (%)
124,0	1 213	-15,7	40	-14,3	38,2	25,1	33,6	26,5

Извор: *European Bank for Reconstruction and Development*

Транзиција је слабо напредовала. Према оценама *European Bank for Reconstruction and Development* за напредак у транзицији на крају 1999. године Србија је веома лоше оцењена просечном оценом 1,3.

Табела 81. Оцена развоја транзиције у Србији на крају 1999. године

Приватизација великих и средњих предузећа	Приватизација малих предузећа	Управљање и реструктурирање предузећа	Либерализација цена	Трговина и девизни систем	Политике конкуренције	Реформе банакрства	Тржиште ХоВ	Просечна оцена
1	3	1	2-	1	1	1	1	1,3

Извор: *European Bank for Reconstruction and Development*

Наш закон о приватизацији није предвидео ваучере те инвестициони фондови нису имали тако битну улогу у процесу приватизације као у другим транзиционим земљама. Многи страни приватни инвестициони фондови су активно учествовали у процесу приватизације у Србији, реструктурирали и консолидовали предузећа и учинили их профитабилнијим.

Инвестициони фондови у Србији су још увек слабо развијени те је и њихов утицај на економски развој земље слаб. На то указује и обрачун коефицијента корелације између раста БДП и раста вредности актива инвестиционих фондова. Добијена вредност коефицијента корелације $r = 0,23$ указује на занемарљиву позитивну корелациону везу између наведених варијабли у посматраном периоду.

⁵⁰⁵ *Transition report 2000, EBRD*

Табела 82. Корелација између раста БДП и активе инвестиционих фондова Србије
(милиони \$)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Србија- БДП	49259	42616	39368	46462	40791	45520	Коефицијент корелације $r = 0,23$
Вредност актива инвест. фондова	21	16	14	19	27	63	

$r = 0$ до (+ или -) 0,25: нема повезаности; $r = (+$ или -) 0,26 до (+ или -) 0,50: слаба повезаност; $r = (+$ или -) 0,51 до (+ или -) 0,75: умерена до добра повезаност; $r = (+$ или -) 0,76 до (+ или -) 1: врло добра до изврсна повезаност; $r = (+$ или -) 1: математичка повезаност

Извор: Прерачун на бази података Народне банке Србије и World DataBank

Инвестициони фондови у Србији су још увек новина. Износ уложен у фондове је још увек мали и износи свега 63 милиона долара. Учешће инвестиционих фондова у укупном финансијском потенцијалу нашег тржишта је свега 0,5% што је неупоредиво ниже него учешће у развијеним земљама. Глобална финансијска криза изазвала је велики пад цена акција на светским тржиштима што је резултирало и великим падом вредности имовине наших фондова и губљењем поверења у ове институције. Глобална рецесија је имала велики утицај на укупни привредни развој Србије с обзиром на недовршен транзициони процес и заостајање за развијенијим транзиционим земљама. Услед значајног смањења тражње опала је привредна активност а због смањења инвестиционих средстава значајно је успорен привредни развој.

ЗАКЉУЧАК

Глобализација као универзални процес прожима све аспекте друштва, она руши границе и успоставља нове везе и односе. Ниједна национална економија и привредна грана данас не може обезбедити свој опстанак и развој без адекватне међународне афирмације и укључивања у светске привредне токове. Са глобализацијом највећи део старог социјалистичког света апсорбован је у капиталистичку светску економију.

Процес транзиције почео је 90-их година са претпоставком да се привреда на најбржи могући начин трансформише у тржишну економију. Суочене са чињеницом да је централнопланска привреда један од најважнијих узрока неефикасности њихове привреде, социјалистичке земље Централне и Источне Европе и земље бившег СССР кренуле су у промене са циљем изградње тржишног привредног система. Искуство је показало да јасна својинска структура, државна или приватна, са већим учешћем ове друге, представља природни амбијент и предуслов функционисања ефикасног финансијског тржишта. Без приватне својине и механизма слободног тржишта није могуће створити ефикасну привреду јер она појачава степен конкуренције на тржишту те немилосрдно дисциплинује све учеснике.

Сам процес транзиције из социјалистичких привреда у тржишну значи прелазак са државне или друштвене својине, самоуправног-централистичког планирања и бирократске управе у приватну својину, слободно тржиште и самостално предузетништво. Овај процес се одвијао у мање – више различитим околностима при чему су резултати зависили од тренутног стања привреде и метода за власничко трансформисање. Транзиција се није увек одвијала успешно због објективних и субјективних препрека које су је пратиле. Међутим, без обзира на то до ког стадијума је стигла у појединим земљама она је прешла границу са које се може вратити натраг и постала неповратан процес.

У целини се може констатовати да су се земље у транзицији најчешће одређивале за скуп различитих метода приватизације у настојању да остваре што боље резултате. Међутим о оствареним успесима у поступку транзиције може се говорити само делимично. Различити почетни услови, степен економског развоја, географски положај, располагање природним ресурсима, одабрана стратегија и конзистентност у спровођењу програма приватизације допринели су различитим резултатима транзиције. Почетни услови су били значајни нарочито у раним фазама приватизације док у каснијим фазама друштвени

производ је повезан са нивоом реформи економске политике. Граничне земље попут Чешке, Пољске, Словачке, Мађарске, Словеније, Естоније, Литваније и Латве су постигле изванредан успех и значајно повећале спољнотрговински промет са ЕУ. Њихов успех се објашњава њиховим географским положајем и приливом страног капитала. Остале земље се не могу похвалити великим успехом. Напротив, дошло је до повећања незапослености, сиромаштва и неједнакости.

Шок терапија која се заснива на брзој приватизацији донела је више невоље него користи. Убрзана либерализација цена, монетарне и фискалне рестрикције, отварање привреда и слободна трговина представљали су главни удар на економије транзиционих земаља. Све су земље прошле кроз дужи или краћи период рецесије. Разлог томе је што економске реформе нису праћене одговарајућим друштвеним и институционалним променама. Нису успостављени законски оквири и нису установљене демократске институције, као и социјални програми. Очигледно је да процес транзиције захтева више времена и стрпљења него што се очекивало. Постепена приватизација уз уважавање специфичности сваке привреде показала се као прихватљивија у односу на *шок терапију*. Приватизација није сама себи циљ већ је она средство ка вишим циљевима - економском развоју, што се постиже кроз развој предузетништва, увођење нових технологија, иновативност, реструктуирање предузећа и продају ревитализованих предузећа. Тежиште развоја треба пребацити на новооснована приватна предузећа која су се показала као најпродуктивнија и најефикаснија. Током времена реструктурирана и нова предузећа постају критична маса која може да превазиђе негативне ефекте старих предузећа што доводи до опоравка и општег привредног раста.

У процесу приватизације у земљама у транзицији формирали су се инвестициони фондови налик на фондове у развијеним земљама. Оснивани су углавном у форми акционарских друштава а грађани су постајали акционари фонда користећи своје ваучере уместо новца. Готово све земље Источне и Централне Европе као и земље бившег Совјетског Савеза су усвојиле неке варијанте инвестиционих фондова ради убрзања процеса приватизације. Приватизационим инвестиционим фондовима је додељена важна улога током фазе масовне ваучерске приватизације као и у пост приватизационом периоду развоја финансијских институција и тржишта капитала.

Овим истраживањем су добијени релевантни показатељи достигнутог развоја инвестиционих фондова у развијеним земљама и потврђена њихова кључна улога у процесу приватизације у транзиционим земљама. Истраживања ове тематике пружила су сазнање о могућности великог утицаја инвестиционих фондова на општи економски развој земље што је од посебног значаја за транзиционе економије.

Овако конципираним радом очекује се остварење научног доприноса у доказивању значаја улоге инвестиционих фондова на развој тржишта капитала и општи привредни развој земље, указивању на утицај инвестиционих фондова на процес финансијског посредовања кроз конкуренцију, чинећи и остале финансијске посреднике ефикаснијим. Иако су инвестициони фондови доказали своју улогу на тржиштима развијених земаља и сврсисходност постојања на транзиционим тржиштима, није им посвећена довољна пажња у литератури, нарочито нашој. Ова дисертација употпуњује постојећа знања и обогаћује домаћу литературу из наведене области.

Овим радом се указује да инвестициони фондови у транзиционим земљама поспешују приватизационе процесе, дисциплинују приватизована предузећа, поправљају систем корпоративног управљања, подижу ефикасност економског система. Дисертација указује да земље у транзицији треба да створе стимулативну пословну климу за функционисање фондова и стабилне политичке и економске услове који ће омогућити привлачење иностраног капитала и иностраних инвестиционих фондова. Истраживања ове тематике пружила су сазнање о могућности ефикаснијег генерисања штедње грађана ових земаља и њено усмеравање у економски развој сопствене земље. Оваква студија може подстаћи на повећање обима улагања у инвестиционе фондове а тиме и улагања инвестиционих фондова у профитабилне пројекте.

Дисертација расветљава проблеме који успоравају развој инвестиционих фондова на нашем финансијском тржишту и указује на смернице које воде ка јачању улоге инвестиционих фондова а тиме ефикасном генерисању штедње грађана и правилној алокацији капитала.

На основу постављених хипотеза истраживањем у току израде ове докторске дисертације добијени су резултати који се могу конципирати у виду следећих закључака:

1. Привредни развој савременог доба налази се у брзом успону и поред све веће условљености сложеним и турбулентним променама у окружењу. Најизраженији тренд данашњег пословања јесте растућа глобализација тржишта. Тржишта која су некада била ограничена националним просторима сада су добила међународне димензије. Глобализација је присутна у целом свету укључујући и подручје бивших социјалистичких земаља. Глобализација и транзиција су повезане јер се путем транзиције оживљава тржиште и приватно власништво као предуслов процесу глобализације. Постоји општа сагласност да ће дугорочни одрживи економски развој у Централној и Источној Европи бити могућ једино ако се земље овог региона ефикасно интегришу у европску и светску привреду. Иницијативама и програмима ЕУ подстиче се сарадња са тим земљама како би се оне приближиле нивоу развијености ЕУ.

Последњих деценија на светским финансијским тржиштима одиграва се револуција у домену развоја нових финансијских инструмената, глобализације и интеграције тржишта као и у домену еволуције и интеграције финансијских институција. Протеклих неколико декада дошло је до фундаменталних и револуционарних промена у свету финансија нарочито у развијеним земљама као резултат регулаторних реформи и технолошких иновација.

2. Инвестициони фондови су својеврстан феномен модерних финансија у експанзији. Они представљају врсту најснажнијих посредничких институција савременог финансијског тржишта. У последњих неколико деценија постали су најзначајни финансијски трансактори у већини земаља са развијеним финансијским тржиштем. Ликвидност, дисперзија ризика и већи профит су основне карактеристике које их чине атрактивнијим од осталих финансијских институција. Инвестициони фондови масовно привлаче нове инвеститоре и представљају финансијски институционални сегмент са најбржом стопом раста.

Иако су настали у Европи инвестициони фондови су своју праву примену нашли у САД. Они су реновирали укупан финансијски систем САД и представљају једну од најзначајнијих финансијских институција на том финансијском тржишту. Око 44% свих америчких домаћинстава има удео у отвореним инвестиционим фондовима. После инвестиционих фондова САД, који имају највеће учешће у светској активи ових фондова, следе инвестициони фондови Луксембурга, Француске, Аустралије, Ирске, Канаде, Велике Британије. Иако немају тако динамичну стопу раста у Европи, ипак и на овом финансијском тржишту остварују континуирани успон. Уочљиво је да учешће инвестиционих фондова прати ниво развоја привреде. У привредама са развијенијим финансијским тржиштем егзиститају снажни инвестициони фондови, прави финансијски дивови. Ипак, ниво фондова је релативно низак у неким врло развијеним земљама попут Немачке и Италије што указује на чињеницу да у тим земљама инвеститори средства пласирају преко других институционалних инвеститора или банака.

На светским тржиштима функционишу инвестициони фондови који се међусобно разликују по географској и секторској опредељености, структури портфолија, врстама ХоВ у које улажу капитал, по стратегијама улагања. Отворени инвестициони фондови су највећа групација у оквиру инвестиционих фондова која учествује са близу 90% у укупној активи инвестиционих фондова. Кретање целокупне индустрије инвестиционих фондова има скоро идентичан тренд као кретање отворених инвестиционих фондова. Вредност светске активе отворених фондова на крају 2013. године премашила је 30 000 милијарди \$.

3. На бази извршених анализа потврђена је хипотеза да у развијеним земљама инвестициони фондови доприносе продубљивању и развоју тржишта капитала, јачању конкуренције међу финансијским посредницима, порасту штедње и њеном усмеравању у привредни развој те доприносе општем економском расту.

У протекле три деценије дошло је до развоја тржишта хартија од вредности у најразвијенијим земљама света. Перманентно је расло учешће хартија од вредности у односу на депозите и кредите банака. Финансијске иновације на берзама потиснуле су традиционалне и класичне финансијске инструменте. Земље са развијеним финансијским тржиштем обогатиле су своју финансијску структуру институционалним инвеститорима, ефикаснијим и флексибилнијим институцијама од конзервативних и споро прилагодљивих банкарских организација. Развој инвестиционих фондова и осталих институционалних инвеститора подстакао је раст тржишта капитала и хартија од вредности.

Инвестициони фондови у свим земљама са тржишном привредом имају кључну улогу у функционисању и развоју тржишта капитала. Њиховим оснивањем обogaћена је структура финансијског сектора, повећана конкурентност и остварен савремен приступ тржишним трансакцијама. Оснивањем већег броја фондова повећава се конкурентност и врши продубљивање тржишта капитала, па стога они представљају најпогоднију форму развоја, успешног функционисања и стабилности тржишта капитала, како у земљама са развијеним тржиштем капитала, тако и у земљама у којима је тржиште капитала у почетној фази развоја.

Резултатима овог истраживања потврђена је хипотеза да конкуренција позитивно утиче на ефикасност свих учесника на финансијском тржишту. Инвестициони фондови су довели до јачања конкуренције међу финансијским институцијама и повећања ефикасности финансијског посредовања. Са њиховим развојем повећан је спектар алтернатива за предузећа у погледу прибављања краткорочних извора финансирања. Истовремено то је довело до дисциплиновања осталих учесника на финансијском тржишту. Јачање конкуренције између финансијских институција довело је до обарања нивоа каматних стопа, до проширења дијапозона њихових услуга, стварања нових типова финансијских производа. То је процес финансирања предузећа а тиме и читавог привредног развоја учинило успешнијим.

Истраживање је потврдило да се инвестициони фондови у многим развијеним земљама сматрају најзначајнијим видом прикупљања уситњене и дисперзоване штедње становништва и њене алокације у профитабилна предузећа која су носиоци привредног развоја. Инвестициони фондови омогућавају укључивање индивидуалних и малих

инвеститора у токове модерних финансија. Они су средство индивидуалне штедње ради стварања извора основног или допунског пензионог прихода, извора потребног за подмиривање трошкова школовања деце, основног или допунског износа за подмиривање трошкова здравствене заштите, куповине станова или кућа и за друге намене. Процењује се да је у 2012. години у САД 92 милиона индивидуалних инвеститора поседовало 89% активе заједничких фондова. Све у свему 53,8 милиона домаћинстава или 44% од свих домаћинастава у САД има сувласништво у заједничким фондовима. Број домаћинстава која поседују учешће у заједничким фондовима се више него удвостручио од 1990. године (од 23,4 милиона на 53,8 милиона).

Инвестиционе компаније САД су највећи инвеститори на домаћем финансијском тржишту за протеклих 20 година. Оне су највећи инвеститори у акције америчких компанија са учешћем од 28% на крају 2012. год. Оне су највећи инвеститор тржишта комерцијалних папира што је важан извор краткорочног финансирања америчких и међународних корпорација са високим учешћем од 42%. Интензитет доприноса инвестиционих фондова процесу финансирања привредног развоја директно је пропорционална нивоу развијености привреде. У привредама са развијеним финансијским тржиштима егзистирају инвестициони фондови са огромним капиталом а у неразвијеним земљама допринос фондова привредном развоју је мали што је последица њихове слабе економске моћи.

4. Иако инвестициони фондови имају далеко значајнију улогу у развијеним земљама они су потврдили своју сврсисходност и у земљама у транзицији у складу са специфичним економским и друштвеним околностима. На самом почетку је било јасно да они не могу бити копија таквих институција развијених земаља али да могу бити изузетно корисни за привреде земаља у транзицији. ПИФ-ови су представљали мешавину инвестиционих фондова и холдинг компанија. У бившим социјалистичким земљама фондови су били један од главних стубова приватизације. Као део механизма за реализацију програма приватизације фондови су углавном развијени у земљама одређеним за масовну ваучерску приватизацију са улогом да олакшају и убрзају овај процес.

Владе свих земаља у транзицији су се одлучиле да следе неколико праваца приватизације истовремено а учешће појединих програма је варијало од земље до земље. Приватизација продајом државних предузећа спољним власницима (инвестиционим фондовима, страним или домаћим инвеститорима) који постају концентрисани власници великог пакета акција постигла је најбоље резултате. Снага овог типа приватизације је да се одлучно спроводи реструктурирање предузећа и обезбеди директна инфузија капитала.

Приватизација дифузним власницима и радницима и менаџерима није дала жељене резултате. Инсајдерска приватизација се показала као неефикасна јер радници као већински власници не могу максимизирати два супротна циља: плату и профит. Инсајдери настоје да задрже постојеће стање те не долази до реструктуирања предузећа. Осим тога изостаје капитал за модернизовање предузећа те она не могу да се изборе са конкуренцијом у окружењу.

Масовна ваучерска приватизација, која је примењена у готово свим земљама, испунила је основно очекивање: брзу приватизацију преко ваучера укључујући широки слој становништва на транспарентан и правичан начин. Улога ПИФ-ова је била да у току приватизације прикупљају ваучере од малих акционара, ојачају корпоративно управљање и изврше реструктуирање предузећа. Њихова главна улога у процесу приватизације је била концентрација власништва у приватизованим предузећима кроз куповину што већег броја акција предузећа. Са концентрацијом власништва у приватизованим предузећима фондови су налазили интерес да инвестирају и реструктуирају предузећа.

На основу добијених сазнања у овом истраживању уочени су бројни ограничавајући фактори који су утицали на ефикасан рад ПИФ-ова и спутавали их у корпоративном управљању. Најпре, власништво фондова у приватизованим предузећима у свим земљама је било ограничено (20-35%). Немогућност вршења концентрације власништва у већем обиму у предузећима негативно је утицало на корпоративно управљање. Многи фондови губе мотивацију да улажу у реструктуирање предузећа јер ће 70% до 80% профита припасти другим акционарима.

Недостатак капитала је такође био проблем са којим су се суочавали ПИФ-ови. Они нису могли узимати кредите а тражња за акцијама из њиховог портфолија је била слаба. Многи фондови су сусрели са низом других проблема: неликвидност, стари дугови предузећа, стара и дотрајала опрема.

Од фондова се очекивало да са једне стране буду ликвидне финансијске институције које у сваком тренутку могу да одговоре захтевима хиљада власника ваучера а с друге стране од њих се очекивало да у процесу корпоратизације приватизованих предузећа изврше њихово реструктуирање. Ове две конфликтне улоге изазивају висок ризик и нижи ниво ликвидности а испуњење оба циља истовремено је било отежано.

Многи менаџери фондова нису били квалификовани и нису имали довољно знања да управљају ефикасно. У многим земљама су недостајали и државни прописи који регулишу рад ПИФ-ова или су касно донети. Нарочито у првим годинама транзиције пословање ПИФ-ова било је законски слабо регулисано што је створило простор за многе злоупотребе.

Као кључно ограничење у функционисању инвестиционих фондова у неким предузећима намеће се успостављена доминантна инсајдерска контрола. У таквим условима суштински се мења функција менаџера фондова која је тада више у сагласности са интересима инсајдера.

На крају можемо закључити да је улога инвестиционих фондова у процесу приватизације у земљама Централне и Источне Европе и бившим земљама Совјетског Савеза била врло значајна. Иако су резултати њиховог рада различити у појединим земљама и мада се од њих више очекивало они су потпомогли и интензивирали овај процес, извршили концентрацију власништва, реструктурирали предузећа и подigli њихове перформансе на виши ниво. Упркос свим пропустима они су допринели побољшању корпоративног управљања и посредно јер су формирали свест о томе да само акције успешних предузећа, којима се добро управља могу имати раст цена. Мада коначни резултати приватизационих фондова нису импресивни њихова улога је неизбежна и од пресудног утицаја на успех и брзину масовне ваучерске приватизације.

5. Поред ПИФ-ова који су имали важну улогу у ваучерској приватизацији, многи страни приватни инвестициони фондови су кроз куповину предузећа, убрзали процес приватизације, успоставили дисциплину и ефикасност у приватизованим предузећима и подigli њихове перформансе на виши ниво. Приватни инвестициони фондови у овим земљама улажу у развој предузећа уводећи нове технологије, нова знања, другачији начин управљања, омогућују излазак на страна тржишта. Модернизована, ефикасна и извозно оријентисана предузећа постају стабилни ослонци целокупног развоја. Иако ови институционални инвеститори имају пре свега одређени интерес у финансијском повраћају средстава и профиту, они су на брзорастућим тржиштима мотивисани жељом да стимулишу предузетништво, економски развој, да утичу на смањење незапослености и сиромаштва.

Улагање приватних фондова у регион ЦИЕ, Русије и ЗНД је далеко мање у односу на регион Азије и Латинске Америке. Донекеле изоловане из рецесије брзорастуће економије Азије и Латинске Америке привлачиле су глобалне инвеститоре више од осталих региона. Највеће инвестиције приватних фондова у току 2012. на брзорастућим тржиштима су биле у Азији 58,8% од укупних инвестиција ових фондова, затим у Латинској Америци 20,9%, док у земљама ЦИЕ, Русије и ЗНД свега 8,8%.

Приватни фондови су имали различит обим пословања у појединим земљама ЦИЕ. У 2012. години њихове инвестиционе активности су концентрисане у неколико земаља у региону ЦИЕ. То су Пољска, Чешка, Мађарска, Словачка и Бугарска, што представља 86% укупних инвестиција.

Приватни инвестициони фондови који улажу у земље у транзицији у ЦИЕ суочавају се са низом проблема. Политичка нестабилност и могући преврати власти негативно делују на стране инвеститоре. Ове земље се налазе у процесу економске трансформације привреде и имају низ проблема попут високе инфлације, раста каматних стопа, дебаланса у међународним токовима, слабе законске регулативе. У оваквим условима функционисање приватних инвестиционих фондова се компликује јер наилазе на бројна ограничења. Ова ограничења утичу на њихов рад и ефекте пословања, на профит и повраћај уложених средстава.

Економије читавог региона ЦИЕ осетила су повлачење и смањење страних улагања са појавом светске финансијске кризе. Стране инвестиције су веома осетљиве на укупно макроекономско, социјално и политичко окружење и захтевају сигурне и стабилне услове за своје пословање. Побољшање инвестиционе климе представља кључ за подстицање страних улагања. За ово је потребно остварење политичке стабилности, успостављање сигурности имовинских и уговорних права, усклађивање регулационих оквира за пословање фондова са ЕУ, унапређење инфраструктуре, смањење пореза, поједностављење административних послова и развој ефикасног банкарског система. Земље у транзицији спроводе политику која подразумева стварање претпоставки за привредни развој путем привлачења страних директних инвестиција те њихов изостанак представља озбиљну претњу даљем расту и развоју привреда ових земаља у оквиру транзиционих промена.

6. Инвестициони фондови у Србији су још увек новина. У односу на земље у окружењу Србија се налази на самом зачељу у погледу њиховог развоја. Улагање у отворене инвестиционе фондове по становнику у Хрватској износи 913 ЕУР, у Словенији 1429 ЕУР по становнику, док код нас мање од 6 ЕУР по становнику.

Наш закон о приватизацији није предвидео ваучере те инвестициони фондови нису имали тако битну улогу у процесу приватизације као у другим транзиционим земљама. Након дестогодишњег кашњења у односу на земље у окружењу добили смо Закон о инвестиционим фондовима 2006. године те су они започели са радом 2007. пред саму економску кризу. Наведени разлози допринели су слабом развоју инвестиционих фондова и утицали на њихове скромне резултате пословања. Многи страни приватни инвестициони фондови су активно учествовали у процесу приватизације у Србији. Они су реструктурирали и консолидовали предузећа и учинили их профитабилнијим.

Процес приватизације није довео до развоја тржишта капитала које је још увек неразвијено и плитко. Финансијска берза је одиграла важну улогу само у завршетку инсајдерске приватизације те се финансијски посредници, попут инвестиционих фондова, нису ни развили. Због недостатка средстава и ниског животног стандарда грађани су

продавали на берзи акције које су добили, без интересовања за даље инвестирање. Нови власници након куповине већинског дела се *затварају* и склањају компанију са тржишта. Велике фирме се не појављују на тржишту ХоВ а мале одустају од емитовања сопствених хартија и окрећу се другим изворима финансирања. Ограниченост тржишног материјала представља ограничавајући фактор развоју инвестиционих фондова. Поред тога, недовољно знање о хартијама од вредности и неинформисаност о инвестиционим фондовима каналишу домаћу штедњу углавном ка банкама. Томе треба додати и низак стандард наших грађана којима након подмирења основних животних потреба остаје јако мало простора за штедњу.

Можемо закључити да већ дуже постоји асиметричан развој српског финансијског система у коме је банкарски систем прилично добро развијен а небанкарски финансијски систем значајно заостаје. Тренутно највећи удео у банкарском сектору имају европске банке са завидном репутацијом, те су оне успеле да привуку значајан проценат штедње. Неопходно је убрзати развој небанкарског дела финансијског система кроз разне видове подстицаја за домаћинства и правна лица како би се ангажовали у области финансијског инвестирања. Развој инвестиционих фондова у Србији зависиће од могућности прикупљања ситне штедње грађана и преузимања клијената од банака у које они улажу по навизи као и због непознавања финансијског тржишта.

Прикупљен капитал може бити јефтинији и лакше доступан алокацијом преко хартија од вредности. Привреда би тако решила континуирани проблем обезбеђења неопходних средстава а банке би напослетку изгубиле примарно место у финансирању привреде. За транзиционе земље карактеристичне су високе каматне стопе на одобрене кредите које су последица ризика инвестирања и слабог кредитног рејтинга. У таквом окружењу инвестициони фондови могу да заузму значајно место јер могу да омогуће јефтиније финансирање привредног развоја.

Иако су наши фондови остварили скромне резултате морамо се навићи на чињеницу да се улагање у ову врсту финансијских институција посматра на дужи рок. Да би се садашње скромно учешће инвестиционих фондова у развоју привреде повећало потребно је остварити политичку стабилност, окончати приватизацију, свести ризик на прихватљив ниво и обезбедити низ других мера које ће унети стабилност у економско окружење и тако подстаћи развој финансијског тржишта. Како смо поставили као основни стратешки циљ интеграцију у Европску унију, неопходно је да ускладимо законску регулативу функционисања инвестиционих фондова са начелима Директива УЦИТС. Србија би морала да испуни све предуслове за даљи развој инвестиционих фондова како би привреда ефикасније мобилисала средства за финансирање сопственог развоја.

Можемо закључити да тржишно орјентисане развијене земље треба да нам послуже као узор јер ћемо кроз развој ових и других институционалних инвеститора појачати конкуренцију у финансијском посредовању, усмерити штедњу у привредни развој, оснажити привреду и убрзати целокупан привредни развој.

Уважавајући добијена сазнања у овом истраживању може се закључити да је развој инвестиционих фондова у транзиционим економијама веома важан како у процесу приватизације тако и у постприватизационом периоду. Током година дошло је до развоја фондова у овим земљама али они далеко заостају за фондовима у развијеним западним земљама. Неприпремљено увођење ових институција у многим земљама и специфична улога у процесу транзиције, довели су код многобројних грађана до стварања искривљене слике о инвестиционим фондовима као модерним и ефикасним учесницима на финансијском тржишту. Ипак, приватизациони инвестициони фондови су поставили базичне концепте пословања инвестиционих фондова и увели широке слојеве становништва у свет инвестирања. Њихова кључна улога у процесу приватизације битно је утицала на овај процес а успешан исход транзиције у транзиционим земљама је од значаја за глобалну хармонију међународних економских и политичких односа. Неуспешна транзиција и дестабилизација ових земаља доводи до рушења глобалне равнотеже.

ЛИТЕРАТУРА

Abalkin L, *Rolj gosudarstva pri perehode k rynočnoj ekonomike, Sovetsko-južnokorejski simpozium*, Voprosy ekonomiki, 11/91

Aggarmal Reena, Klapper Leora, Wysocki Peter, *Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors*, Journal of Banking and Finance br.12, 2012

Anderson Seth, Ahmed Parvez, *Mutual fund s- Fifty Years of Research Findings*, New York, Springer, 2005

Anders Aslund, *The Truth About Sovereign Welth Funds*, Foreign Poly, 2007

Andrew Ang, Sergiy Gorovyy, Georgy B.van Inwegen, *Hedge Fund Leverage*, Columbia University and NBER, Columbia University, Citi Private Bank, 2010

Anete Pajuste, *Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe*, RTU Riga Business School, 2002

Adams Andrew, *Investment*, Graham and Trotman, London, 1989

Alexander Jordis Lohausen, *Money Market Funds in France*, Elsevier Science Publishers, 1991

Alexander Gordon and Sharpe William, *Fundamentals of Investments*, Prentice-Hall International, New York, 1989

Alexander Radygin, *Privatization in the Russian Federation*, Gaidar Institute for Economic Policy, Case Network Studies and Analyses No 70, 1996

Albert J.Fredman, George Cole Scott, *Closed-End Funds: Finding Value and Building Welth*, New York, 1991

Alberto Manconi, Massimo Massa, Ayako Yasuda, *The Role of Institutional Investors in Propagating the Crisis of 2007-2008.*, UC Davis Graduate School of Management Research Paper No.04-10, 2010

Amiling Fredrik, *Investments, An Introduction to Analysis and Management*, Prentice-Hall International Editions, New York, 1989

Babbel David, Hecce Migel, *Stable Value Funds: Performance to Date*, University of Pennsylvania The Wharton School- Finance and Insurance Departments and CRA International, 2011

Бабић Стојан, *Транзиција-дијагноза Светске банке*, Месечне анализе и прогнозе, Институт економских наука, Београд, 1997

Baklanova Viktorija, *Mony Market Funds*, University of Westminster School of Law, 2010

Balding Christopher, *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*, University of California, HSBC School of Business, 2008

Barras Laurent, Scallet Oliver, Wermers Russ, *False Discoveries in Mutual Fund Performance*, University of Maryland Robert H. Smith School, Swiss Finance Institute, 2008

- Barbara Blaszczyk, Michal Gorzynski, Tytus Kaminski, Bartlomiej Paczoski, *Secondary Privatization in Poland: Evolution of Ownership Structure and Performance in National Investment Funds and their Portfolio Companies*, Center for Social and Economic Research, Warsaw, 2001
- Barbara Blaszczyk, Richard Woodward, *Secondary Privatisation: The Evolution of Ownership Structures of Privatised Enterprises*, Center for Social and Economic Research, Warsaw, 2001
- Bartlet Vil, *Привредна транзиција у Србији, од 2000. године: трендови и могућности*, Часопис београдске школе за студије безбедности бр 7/8, Београд, 2008
- Beck Roland, Fidora Michael, *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, European Central Bank, 2008
- Bernard J. Foley, *Trziste kapitala*, Mate, Zagreb, 1998
- Bialkowski Jedrzej, *Emerging market Mutual Fund Performance: Evidence for Poland*, Department of Economics and Finance, University of Canterbury, Christchurch, New Zealand, 2010
- Biggs Stephanie, *Private Equity: UK, PLC Global Counsel Private Equity Handbook*, Velika Britanija, 2007
- Бјелић Борислав, *Парадигма транзиције*, Актуелности бр.13, Бања Лука, 2010
- Bob Pozen, Steve T.Vickers, *Exchange-Traded Funds at Vanguard*, Harvard Business School Strategy Unit Case No. 311-134, 2011
- Bogetic Željko, Michael Conte, *Privatizing Eastern European Economies: A Critical Review and Proposal*, The World Bank, International Discussion Paper, Report No IDP-119, 1992
- Bradley J.Bondi, Cadwalader J.Bondi, *Securities Arbitrations Involving Mortgage-Backed Securities and Collateralized Mortgage Obligations: Suitable for Unsutabillliity Claims*, 2009
- Брзаковић Томислав, *Тржиште капитала- Теорија и пракса*, Чуруга принт, Београд, 2007
- Brian Kelliher, *UCITS V Direktive*, Dillon Eustace, 2012
- Брцански Бранислав, *Инвестициони фондови у функцији развоја тржишта капитала*, Пословна економија, часопис за посл.економију, предузетништво и финансије, бр.1, 2011
- Blaha Shid, *Češka tržišta kapitala: Pogled iz inostranstva*, Karlov univezitet u Pragu, 2010.
- Burton G.Malkiel, Atanu Saha, *Hedge Funds: Risik and Return*, Princeton University, Princetons Center for Economic Policy Research, 2004
- Buzgalin Aleksander., Kolganov Andrey, *Liberalizacija versus modernizacija*, Voprosy ekonomiki, 8/97
- Bojičić Dželilovic V, Čaušević F, Tomaš R, *Bosnia and Herzegovina: Problems, obstacles and outcome of the reforms*, European Balkan Observer Vol.2, No.4
- Бодрожа Бранко, Божана Шљивар, *Ваучерска приватизација у Републици Српској и улога приватизационих инвестициони фондова*, Савез економиста Србије, Милочер, 2001
- Бошњак Маринко, *Резултати и изазови економских реформи у Србији у транзиционом периоду 2001-2008. године*, Министарство финансија, Београд, 2011

- Bogle John, *Common Sense of mutual funds*, Hoboken, N.J. Wiley, Chrchester, New Yersy, 2010
- Буквић Рајко, *Настанак руских олигарха*, Економика, вол.53, Београд, 2007
- Буквић Рајко, Оскар Ковач, Пелевић Бранислав, *Светска финансијска криза: изазови и стратегија*, Научно друштво Србије, Београд, 2011
- Бурић Звонко, *Институционални инвеститори на финансијском тржишту*, Борба, Београд, 1998
- Carsten Sprenger, *The Choice of Ownership Structure: Evidence from Russian Mass Privatization*, National Research University Higher School of Economics, 2009
- Cornelius Peter, *International investments in private equity*, Burlington, MA, Academic Press, 2011
- Cici Gjergji, *The Relation of the Disposition Effect to Mutual Fund Trades and Performance*, College of Wiliam and Mary, 2010.
- Christopher Lewis Peterson, *Fannie Mae, Freddie Mac and the Home Mortgage Foreclosure Crisis*, Loyola University New Orleans Journal of Public Interest Law, 2009
- Craig Copeland, *IRA Asset Allocation*, Employee Benefit Research Institute (EBRI), 2011
- Craig Copeland, *Individual Retirement Account Balances, Contributions and Rollovers, 2010: The EBRI IRA Database*, Employee Benefit Research Institute (EBRI), 2012
- Цветковић Наташа, *Инвестиционе компаније - модеран начин улагања на тржишту капитала*, Берза, бр. 7-9/1999
- Ћировић Милутин, *Финансијска тржишта*, Научно друштво Србије, Београд 2007.
- Daniel Li, *Mutual Fund Family Strategies and Bayesian Alphas*, Markov Processes International LLC, 2012
- Dariusy Filip, *The Analysis of Czech Investment Funds Performance*, Ekonomicke Listy, 2011
- David Nawrocki, *Using Flow of Funds to Explain the Financial Markets Crisis*, Villanova University, 2010
- David Elerman, *Vaucher Privatization with Investment Funds: A Sure Way to Decapitalize Industry*, University of California at Riverside, World Bank, 2004
- David Ellerman, *Vaucher Privatization with Investment Funds: An Institutional Analysis*, World Bank, 2005
- David Brown, John S Earle and Almos Teelegdy, *Does Privatization Raise Productivity? Evidence from Comprehensive Panel Data on Manufacturing Firms in Hungary, Romania, Russia and Ukraine*, Upjohn Insitute Staff Working Paper 04-107, 2004.
- Дивјак Борис, Александра Маргиновић, *Приватизација државног капитала у Босни и Херцеговини*, Transparency international ВиН, Бања Лука, 2009.
- Драгутиновић Стефан и други, *Светска економска криза и последице по привреду Србије*, Факултет за економију, финансије и администрацију, Београд, 2009
- Драгашевић Момир, *Масовна ваучерска приватизација и црногорски концепт*, Радови са научног скупа, Подгорица, 26-27 мај 2003

- Ђикановић Зоран, *Тржиште капитала у Црној Гори*, Преглед 3, Службени гласник Београд, 2005
- Ђуричин Драган, *Транзиција, стабилизација и одрживи развој: перспективе Србије*, Економски факултет Београд
- Emanuela Todeva & Veselin Kuntchev, *Investment strategies applied during the mass privatisation wave in Central and Eastern Europe: The case of Bulgaria*
- Erik.P.M. Vermeulen, Diogo Pereira Dias Nunes, *The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds*, Topics in Corporate Law & Economics, 2012
- Ерић Дејан, *Финансијска тржишта и инструменти*, Виша пословна школа, Београд, 1997
- Fabozzi Frank, Modigliani I Michael G Ferri, *Foundations of Financial Markets and Institutions*, Prentice-Hall International, New York, 2010.
- Faerber Esme, *All about bonds, bond mutual funds and bond ETFs*, McGraw-Hill Professional, New York, 2009
- Ferran Ellis, *The Regulation of Hedge Funds and Private Equity*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper, 2011
- Fernandes Nuno, *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications Around the World*, IMD International, 2011
- Ferreirs A.Migel, Massa Massimo, Matas Pedro, *The Geography of Mutual Funds*, Nova School of Business and Economics, INSEAD, University of Virginia-Darden School of Business, 2011
- Fiona Stewart, *Pension Fund Investment in Hedge Funds*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, 2007
- Fisher S., Sahay R., Veg K, *Stabilizacija i rost prehodnyh ekonomikah: pervye uroki*, Voprosy ekonomiki, 2000
- Gajdar Egor, *Detskie bolezni postsocializma (k voprosu o prirode bjudžetnyh krizisov etapa finansovoj stabilizacii)*, Voprosy ekonomiki, 4/97
- Галић Александра, *Хипотекарни кредити: Грамзивост и похлепа*, 2008, <http://www.b92.net/biz/fokus/analiza>
- Галогажа Милан, *Стратегија друштвено-економског развоја Републике Српске и Босне и Херцеговине*, ММ College, 2005
- Gennaro Bernile, Douglas Cumming, Evgeny Lyandres, *The structure of private equity fund portfolios: theory and international evidence*, 2006
- Gerhard Pohl, Robert Anderson, Stijin Claessens i Simeon Djankov, *Privatization and Restructuring in Central and Eastern Europe, Evidence and Policy Options*, World Bank Technical Paper No. 368, Finance, Private Sector and Infrastructure Network, Washington
- Gi Sorman, *Велика транзиција*, Издавачка књижарница Зорана Стојановића, Сремски Карловци, Нови Сад, 1997
- Gilligan John, Wright Mike, *Private Eguity Demystified, Financing Change*, Corporate Finance Faculty, 2008

- Grahovac Borislav, *Транзиција јавних предузећа у Мађарској*, Страни правни живот: теорија, законодавство, пракса бр1, 2008
- Grasfeld Irena, Hashi Iraj, *The Evolution of Ownership Structure in Firms Privatized through Wholesale Schemes in the Czech Republic and Poland*, Paris School of Economics and Staffordshire University Business School, Center for Social and Economic Research, 2009
- Grezegorz W.Kolodko, *Globalization and Catching-up: From Recession to Growth in Transition Economies*, International Monetary Fund, Research Department, 2000.
- Грујић Александар, Озрен Узелац, *Приватизација у Србији са посебним освртом на поступак реструктурирања*, Анали бр.26, Економски факултет у Суботици, 2011
- Guter Deuber, *Gleb Shpilevoy*, CEE Banking Sector Report, 2012
- Gyorgy Simon, Jr. *Some Aspects of Economic Development of Serbia*, Corvinus Univesrity of Budapest, 2013
- Хацић Мирољуб, *Банкарство*, Унивезитет Сингидунум, Београд, 2009
- Hallagan W.Jun Z., *Starting positions, Reform Speed, and Economic Outcomes in Transitioning Economies*, časopis Privredna izgradnja br.3-4, Novi Sad, 2000
- Harald Ham, Sandy Lai, *The Role of Equity Funds in the Financial Crisis Propagation*, Universiti of Geneva and Swiss Finance Institute, 2012
- Hans Blommestein and Michael Spencer, *The Role of Financial Institutions in the Transition to a Market Economy*, IMF Working Paper, 1993
- Haslem John, *Issues in Mutual Fund Revenue Sharing Payments*, University of Maryland, Robert Smith School of Business, Washington, 2012
- Haslem John, *Mutual Funds: Portfolio Structures, Analysis Management and Setwardship*, University of Maryland, Robert Smith School of Business, Washington, 2010
- Haslem John, *Mutual Funds Markets as Imperfectly Competitive*, University of Maryland, Robert Smith School of Business, Washington, 2012
- Hatch Rob, *Note on private equity asset allocation*, Tuck School of Business at Dartmouth, 2003
- Howard Thomas, *The importance of Investment Strategy*, University of Denver, 2010
- Higson Chris, Stucke Rudiger, *The Performance of Private Equity*, London Business School, Universiti of Oxford, 2012
- Humphery Mark Jenner, *Private Equity Fund Size, Investment Size and Value Creation*, Review of Finance 3, 2012
- Ioan E. Nistor, *Global Tendencies in Investment Fund Market Development*, Finance Challenges at the Future, 2011
- Iraj Hshi, *Mass Privatisation and Corporate Governance in Cyech Republic*, Staffordshire Universitz, UK, 1997
- Irena Grosfeld, Iraj Hashi, *The evolution og Ownership Structure in Firms Privatiyed through Wholesale Schemes in the Cyech Republic and Poland*, Warsaw, 2001, Raportz case, Center for Social and Economic Research

- Itzhak Ben David, Franzoni Francesco, Moussawi Rabin, *Hedge Fund Stock Trading in the Financial Crisis of 2007-2009*, Fisher College of Business Working Paper Series, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics, 2011
- Itzhak Goldberg, Radulović Branko, Mark Schaffer, *Productivity, Ownership and the Investment Climate: International Lessons for Priorities in Serbia*, World Bank Policy Research Working Paper 3681, 2005
- Jack Clark Francis, *Investments-Analysis and Management*, McGraw-Hill, New York, 1986
- Jan Winiecki, *The role of the new, Entrepreneurial private sector in transition and economic performance in light of the successes in Poland, the Czech Republic and Hungary*, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, BOFIT, Helsinki, 2001
- Jean-Yves P.Steyt: *Comparative Foreign Investment Law: Determinants of the Legal Framework and the Level of Openness and Attractiveness of Host Economies*, Cornell Law School LL.M Papers Series, 2006
- Jelić Ranko, Richard Briston, Wolfgang Aussenegg, *The choice of privatization method and the financial performance of newly privatized firms in transition economies*, Journal of Business & Accounting, 2003
- Jezek Tomas, *The Czechoslovak Experience with Privatization*, Journal of International Affairs, School of International and Public Affairs, Columbia University, 1997
- Једнак Јово, *Финансијска тржишта*, Београдска пословна школа, Београд, 2011
- Јеремић Зоран, *Финансијска тржишта*, Универзитет Сингидунум, Београд, 2011
- Jenkinson Tim, *The development and performance of European private equity*, Said Business School, Oxford University and CEPR, 2009
- Jensen Michael, *The performance of Mutual Funds in the period 1945-1964*, The Journal of finance, New York, 1968
- Jeffrey Miller, *Evaluation of Mass Privatization in Bulgaria*, The William Davidson Institute at the University of Michigan, 2006
- Jeffrey M.Landerman, *Guide to Mutual Funds, Associate Editor*, Business Weeks Third Annual Edition McGraw Hill, 1993
- Jim Mc Whinney, *A Brief History of the Mutual Fund*, 5 december 2005, www.investpedia.com/articles/mutualfunds/05/MFhistory.asp
- Joseph A. Warburton, *Competition in Financial Services: Evidence from British Mutual Funds*, Syracuse University, Syracuse, 2012
- John Earle, Almos Telegdy, *Privatization and Productivity in Romanian Industry: Evidence from a Comprehensive Enterprise Panel*, IZA Discussion Paper No.326, Stockholm, 2001
- John Early, Almas Telegdy, *The results of mass privatization in Romania*, Economics of Transition- Volume 6, No 2, Stockholm, 2007
- John C.Coates, R.Glenn Hubbard, *Competition in the Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy*, Harvard Law School, Cambridge, 2007
- K.Geert Rouwenhorst, *The origins of mutual funds*, Yale School of Management, 2004

- Капор Предраг, *Инвестициони фондови и инвестирање у хартије од вредности*, Пословни биро доо, Београд, 2007.
- Каличанин Славомир, *Портфолио анализа инвестиционих фондова*, Висока школа струковних студија за рачуноводство и берзанско пословање, Београд, 2010.
- Каличанин Славомир, *Модел за оцену перформанси портфолиа инвестиционих фондова*, Висока школа за рачуноводство и берзанско пословање, Београд, 2011
- Karla Hoff, Joseph Stiglitz, *After the Big Bang? Obstacles to the Emergence to the Rule of Law in Post-Comunist Societies*, World Bank Polity Research Working Paper No 2934, 2004
- Kasper Meisner Nielsen, *Institutional Investors and Private Equity*, Copanhangen Business School and CEBR, 2007
- Katharina Pistor, Andrew Spicer, *Investment Funds in Mass Privatization and Beyond Evidence from the Czech Republic and Russia*, Harvard institute for International Development, Harvard University, 1996
- Ковачевић Наташа, Чулиновић, Херц Едита, *Прекогранични и порезноправни аспекти деловања инвестицијских фондова*, Зборник правног факултета Ријека, 2008
- Ковачевић Млађен, *Лик и дело гробара српске економије (2000-2011)*, Нови Стандард, 2011
- Комазец Слободан, Ристић Жарко, Богавац Милија, *Финансијска тржишта и берзе*, Етностил, Београд, 2011
- Kostas Tsatsaronis, *Hedge Funds*, BIS Quarterly Review, 2000
- Khorana Ajay, Servaes Henri, Tufano P, *Mutual Fund Fees Around the World*, Review of Financial Studies 22, 2009
- Khorana Ajay, Servaes Henri, *What Drives Market Share in the Mutual Fund Industry*, Review of Finance бр1, Oxford Journals, 2012
- Крачан Марко, *Либерализам и путеви транзиције у Словенији*, Кроз транзицију, Нови Сад, 2011
- Laeven Luc, Chhaochharia Vidhi, *The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds*, International Monetary Fund, University of Miami, 2009
- Lack Simon, *The hedge fund mirage: the illusion of big money and why its too good to be true*, John Wiley & Sons, 2012
- Лакић Милица, Војиновић Жељко, *Имплементација инвестиционих фондова у транзицији, пример Чешке*, Актуелности бр. 13, Бања Лука, 2010
- Лакић Слободан, *Институције нове финансијске архитектуре: Хеџ фондови*, Економски факултет Подгорица,
- Leamon Ann, Lerner Josh, Garcia-Robles Susana, *The Evolving Relationship Between LP & GPs, A Study Prepared for the Multilateral Investment Funds Fund Manager Meeting*, OMIN Multilateral Investment Fund Member of the IDB Group, 2012
- Lener Raffaele, *Corporata Governance Rules for Investment Funds in Italy*, European Business Organization Law Review, 2005

- Linda Rittenhouse, *Five Years after the Crisis: Money Market Fund Regulation in Spotlight*, Market Integrity Insights
- Лојпур Анђелко, Момир Драгашевић, Драгољуб Јанковић, *Разумевање приватизације*, Службени лист републике Црне Горе, Подгорица 1999
- Lopatnikov, Leonid Isidorovič, *Ot plana k rynku, Občestvo i ekonomika*, 7/96, Sankt-Peterburg
- Lynch Peter, *Beating the Street*, Simon & Shuster, 1993
- Macey Jonathan, *Reducing Systemic Risk: The Role of Money Market Mutual Funds as Substitutes for Federally Insured Bank Deposits*, Yale Law School, 2011
- Maria Stromqvist, *Hedge funds and financial crises*, Economic review, Stockholm
- Mark J.P. Anson, *Handbook of Alternative Assets*, CFA Institute 2002
- Марсенић Драгутин, *Економика Југославије*, Економски факултет Београд, 1996
- Martijn Cremers, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos, Laura Starks, *The Mutual Fund Industry Worldwide: Explicit and Closet Indexing, Fees and Performance*, 2013
- Mahmutefendić Tahir, *The impact of transition and global economic changes on South-East European countries*, Tiskarna Kalipso, Ljubljana, 2012
- Majtaž Nahtigal, *Privatization and efficient corporate governance in post-transition economies*, Proceedings of the 12th. Management International Conference, Portorož, 2011.
- Malgorzata Antczak, *Incom from the Privatisation of State Enterprises in Poland, Hungary and the Czech Republic in 1991-1994*, Center for Social & Economic Research, Warsaw, 1996
- Manconi Alberto, Massimo Massa, Yasuda Ayarko, *The Role of Institutional Investors in Propagating the Crisis of 2007-2008*, Tilburg University INSEAD-Finance and University of California, Davis-Graduate School of Management, 2010
- Медојевић Небојша, *Масовна ваучерска приватизација*, ЦИД, Подгорица, 1999.
- Менцингер Јоже, *Приватизација у Словенији: Наставак самоуправљања*, Пословна политика, Београд, 1997
- Meric Ilhan, Lents Christine, Sweltz Wayne, Meric Gulser, *Evidence on the Performance of Country Index Funds in Global Financial Crisis*, The international Journal of Business and Finance Research, br.4, 2011
- Michael Sebastian, *Risik Party and the Limits of Leverage*, Hewitt Ennis Knupp, an Aon Company, 2012
- Michaely Roni, Christopher Vincent, *Do Institutional Investors Influence Capital Structure Decisions*, Johnson School of Management, Cornell University, 2012
- Mishkin Fredric, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd, 2003
- Mitchell Alexander Orenstein, *Transnational Actors in Central and East European Transitions*, Pittsburgh, 2008
- Милошевић Снежана, Иконић Драгана, Арсић Нина, *Инвестициони фондови у функцији реструктурирања и развоја Републике Србије*, Strategic Management: International Journal of Strategic Management and Decision Support Systems in Strategic Management, br1, Subotica 2012

- Miller Jeffrey, *The First Wave of Mass Privatization in Bulgaria and its Immediate Aftermath*, University of Delaware, 2002
- Miguell A.Ferreirra, Sofia Brito Ramos, *Mutual Fund Industry, Competition and Concentration: International Evidence*, ISCTE School of Business, 2009
- Молнар Дејан, Пејчић Драган, *Студија пословне климе на локалном нивоу*, Стална конференција градова и општина, Београд, 2012
- Monica Bilio, Mila Getmansky, Loriana Pelizzon, *Crises and Hedge Fund Risik*, University of Venice and SSAV, Department of Economics, Isenberg School of Management, University of Massachusetts, 2010
- Муминовић Саша, *Инвестициони фондови и други финансијски производи*, Банкарство, Београд, 2007
- Nesterenko Andrej, *Ot krizisa k stabilizaciji: ekonomika stran Centralnoj i Vostočnoj Evropy v 1993-1994.g.* Voprosy ekonomiki, 3/95
- Nichole M.Castater, *Privatization as a Means to Societal Transformation: An Empirical Study of Privatization in Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union*, University of South Carolina, 2002
- Николић Иван, *Приватизација у Србији*, Економски институт, Београд, 2012
- Пасти Владимир, *Румунија у транзицији*, Немири, Букурешт, 1995.
- Pavel Mertlik, A Case study: *The Czech Privatization and Subsequent structural changes in capital ownership and property rights*, Economic Survey of Europe, Economic Commission for Europe Geneva, New York and Geneva, 1998
- Paul Rose, *Sovereign Wealth Funds: Active or Passive Investors*, The Yale Law Journal Pocket Part, 2009
- Paul Hare, Alexander Muravyev, *Privatization in Russia*, Edinburgh, 2002
- Payne Jenifer, *Private Equity and its Regulation in Europe*, University of Oxford- Faculty of Law Oxford Legal Studies research paper, 2011
- Пејић Драган, *Инвестициони фондови*, Пословна политика бр.31, 2002
- Preda Stefano, *Funds and Portfolio Management Institutions*, Elsevier Science Publiher, 1991
- Phalippov Ludovic, *Risik and Return of Private Equity: An Overview of Data, Methods and Results*, University of Oxford Said Business School, 2009
- Pinterič Uroš, *Selected issues in Slovenian transition*, СК-ZKS, Ljubljana, 2011
- Pol Draper, *Closed-End Mutual Funds in Great Britain*, Elsevier Science Publishers Co. 1991
- Поповић Саша, Никола Фабрис и други, *Анализа финансијског тржишта у Црној Гори*, Централна банка Црне Горе, Сектор за истраживања и статистику, Подгорица, 2007
- Radek Laštovačka, Anton Marcinčin, Michal Mejstrik, *Privatization and Opening the Capital Markets in the Czech and Slovak Republic*, CERGE-EI Vorkins Paper Series No 54, Karlov univerzitet u Pragu, 2010
- Ritterreiser Cathleen, Lawrence Kochard, *Top hedge fund investors, stories, strategies and advice*, Hoboken, N.J. Wiley, Chichester, New Yersey, 2010

- Ристић Живота, *Тржиште капитала*, Приватно издање, Београд, 1990
- Richard Ten Wolde, EleonorLaise, DagenMcDowell, *How to fix your portfolio*, SmartMoney, 2001
- Roman Frydman, Cheryl Gray, Mark Hessel, Andrzej Rapaczynski, *Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies*, Policy Research Working Paper No 1830 WP 97-28 World Bank, 1997
- Roman Frydman, Marek Hessel, Andrzej Rapaczynski, *Why Ownership Matters? Entrepreneurship and the Restructuring of Enterprises in Central Europe*, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, 435 West 116th St. New York, 10027-7201, Working Paper No.172, 1998
- Rose Paul, *Sovereign Wealth Funds-Active or Passive Investors*, Ohio State University Moritz College of Law, Yale Law Journal Packet Part, 2010
- Samuel D. Brunson, *Mutual Funds, Fairness and the Income Gap*, Loyola University Chicago School of Law, 2012.
- Sarah Armstrong, Senior Thesis, *Vaucher Privatization in the Czech Republic*, 2002
- Савић Љубодраг, *Транзиција српске привреде - криза развоја индустрије*, Центар за издавачку делатност Економског факултета, Београд, 2008.
- Савић Јован, Квргић Горан, *Финансијска тржишта и берзански менаџмент*, Висока школа за пословну економију и предузетништво, Ваљево, 2011
- Savona Roberto, Gianni Amisana, *Imperfect predictability and mutual fund dynamics*, European Central Bank, Eurosystem, 2008
- Sameer Jain, *Investing in Developed Country Private Infrastructure Funds*, UBS; Harvard University, Massachusetts Institute of Technology, 2011
- Scott Vincent, *Is Portfolio Theory Harming Your Portfolio*, Green Riva Asset Management, 2011
- Секуловић Ана, *Русија у светској економији*, Универзитет Мегатренд, Београд, 2006
- Seretakis Alexandros, *The New EU Directive on the Regulation of Private Equity*, New York University, Columbia Journal of European Law Online br 3, 2012
- Simeon Djankov, Gerhard Pohl, *Restructuring of Large Firms in Slovakia*, World Bank, 1997
- Simoneti Marko, *Enterprise Sector Restructuring and EU Accession of Slovenia*, World Bank, 1999
- Sorensen Morten, Stromberg Per, Lerner Josh, *Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation*, Columbia Business School, Stockholm School of Economics and Harvard Business School, 2011
- Stanley Fischer, *Privatization in East European Transformation*, Working Paper No.3703, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1991
- Стевановић Никола, *Приватни инвестициони фондови*, Институт економских наука, Београд, 2009
- Stijin Claessens, Simeon Djankov, Gerhard Pohl, *Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic*, World Bank Policy Research Working Paper No.1737, 1997
- Stiglic Džozef, *Противуречности глобализације*, СБМ-х, Београд, 2004

- Stiglic Džozef, , *Kuda idu reforme*, World Bank, 1997
- Stulz Rene, *Hedge Funds: Past, Present and Future*, Fisher College of Business Working Paper Series, Charles A Dive Center, for Research in Financial Economics, 2007
- Svejnar Jan, Polona Domadenik, Janez Prasnikar, *How to Increase R&D in Transition Economies? Evidence from Slovenia*, Institute for the Study of Labor IZA, Stephen M. Ross School of Business University of Michigan, 2007
- Сворцан Миљан, *Менаџмент услуга*, Алдемо, 2000, Београд
- Шошкић Дејан, *Хартије од вредности: управљање портфолиом и инвестициони фондови*, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, 2010.
- Tim Jenkinson, Miguel Sousa, Rudiger Stucke, *How Fair are the Valuations of Private Equity Funds*, Said Business School, University of Oxford and CEPR, Economics and Management School, University of Porto and CEF.UP, 2013
- Tomas Garbaravicius, Frank Dierick, *Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability*, European Central Bank, 2005
- Tyson Eric, *Mutual Funds for Dummies*, Johan Wiley&Sons, Indianapolis, 2010
- Treynor Jack, *How to Rate Management of Investments Funds*, Harvard Business Review, New York, 2011
- Васиљевић Бранко, *Основи финансијског тржишта*, Завет, Београд, 2002
- Веховец Маја, *Упоредни преглед дефензивног реструктурирања твртки у Хрватској и Словенији*, Финансијска теорија и пракса 27(4), Ријека, 2003
- Vermeulen Erik P.M, Diogo Pereira Dias Nunes, *The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds*, Topics in Corporate Law & Economics 2012
- Vidal Javier, *The Persistence of European Mutual Fund Performance*, Complutense University Madrid, 2012
- Vittorio Conti, Roni Hamoui, *Financial Markets, Liberalisation and the Role of Banks*, Cambridge University, 1993
- Вукајловић, Грба Данијела, *Инвестициони фондови-Страна искуства и домаће могућности*, Централна банка Црне Горе, Подгорица, 2007
- Вукотић Веселин, *Приватизација и развој тржишта капитала као дио програма економских реформи у Црној Гори*, Економски факултет Подгорица, Институт за стратешке студије и прогнозе, Подгорица, 1993
- Вукотић Веселин., *Цјелина привредно-реформског захвата и институционалне основе новог система, Привредна реформа 1990. - пут у тржишну економију*, Институт друштвених наука, Центар за економска истраживања, Београд, 1993
- Зец Миодраг, Живковић Бошко, *Транзиција реалног и финансијског сектора*, Институт економских наука, Београд, 1997
- Живаљевић Гордана, *Инвестициони фондови на тржишту капитала у Србији у транзиционом периоду: искуства и перспективе*, Пословна политика, 2011

Живковић Бошко, Шошкић Дејан, *Финансијска тржишта и институције*, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, 2011.

Живковић Јасмина, *Тенденције на светском тржишту капитала 2006. године*, Београдска берза, Београд, 2007

Warburton A Joseph, *Competition in Financial Services: Evidenca from British Mutual Funds*, Syracuse University-Collage of Law, Whitman School of Management, 2012

Weidig Tom, Kemmerer Andreas, Born Bjorn, *The Risik Profile of Private Equity Fund-of-funds*, Journal of alternative Investments, 2005

William Sharp, *Mutual Fund Performance*, Journal of Business, New York, 1966.

Woochan Kim, Shang Jin Wei, *Offshore Investment Funds: Monsters in Emering Markets?* KoreaUniversity Business School and Columbia Business School-Finance and Economics, 2000.

Wyweerch Eddy, *The Regulatory Regime for Exchange - Trded Funds in the European Union*, University of Ghent Financial Law Institute Working, 2011

Агенција за приватизацију, www.priv.rs

Alternative Investment Fund Managers Directive - AIFMD, 2011/61/EU, 08.06.2011

Bank of England, Sovereign welth funds and global imbalance, 2008

BVC Private Equity and Venture Capital, Performance Measurment Survey 2012

BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2012

Cambridge Associates LLC U.S Private Equity Index and Selected Banchmark Statistics

Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004. on markets in financial instruments amending Council DIRECTIVES 85/611/EC and 93/6/EC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC

Directive 2009/65/EC Of The European Parliament And Of The Council Of 13.07.2009.on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to UCITS

Directive 2006/49/EC Of The European Parliament And Of The Council of 14. Jun 2006. on the capital adequacy of investment firms and credit institutions

EVCA, Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force 2013, www.evca.eu

EFAMA Anual Report, International Statistical Release EFAMA/KPMG, Analysis of the Tax Implications of UCITS IV, 2010

EUREKAHEDGE, Key Trends in Global Hedge FundsEuropean Commission: Enhancing the framework for investment funds, www.evropa.int.eu

European Commission:White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds, COM

European Commission: Initial Orientations for discussion on possible adjustments to the UCITS Direktive, Management company passport

Европска банка за обнову и развој, Стратегија за Црну Гору 2010-2013
European Bank for Reconstruction and Development, Transition Report
Fund – Axis, UCITS IV One Step away- www.funds-axis.com

2014 Forbes .com LLC, www.forbes.com/companies/fidelity-investments/
Global Private Equity Report 2012, Bain & Company

Ханфа, Квартални билтен 2010, бр.10, www.hanfa.rs

Hedge funds: An Introduction; Understanding a Critical Tool in the Global Economy, Managed Funds Association, 2013

Investment Company Institute 2009, 2011, 2012, 2013 ICI Fact Book
Institute Economic Science, <http://www.ien.bg.ac.yu>

Liberty Investor.com, Mutual Funds, Best Vanguard Mutual Funds

Managed Funds Association, The Voice of the Global Alternative Investment Industry

Morningstar, Global Fund Investor Experience 2013
Morningstar Fund Research, 2012, 2013 Annual Global Flows Report
2013 Morningstar Target-Data Fund Series Overall, Performance, Portfolio, Price, People and Parent Ratings
Morningstar Reports US Mutual Fund Asset, Flows for November 2013
Morningstar Direct U.S. Open-End Asset Flows Update, november 2013

Министарство за вањску трговину и економске односе БИХ

Министарство за економску сарадњу и развој, Влада Републике Словеније

National balance of payments statistics, IMF, Balance of Payments statistics and IMF country studies, UNICE secretarijat estimates, UNICE secretarijat estimates, 2004

Народна банка Србије, www.nbs.rs

2013 NVCA Annual Yearbook

2012, 2013 Investment Company Institute Fact Book,
OECD, The Role of Banks, Equitz Markets and Institutional Investors in Long /Term Financing for Growth and Developmen, Report for G20 Leaders, 2013

OECD, Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe: Policies and Trands in Forteen Economies in Transition, Paris, 1992

2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity

2014 Preqin Global Hedge Fund Report

2013 Preqin Private Equity Compensation and Employment Review

2012, 2013 Preqin, Global Private Equity Report

2012 Preqin - Target IRRs of Private Real Estate Funds

Private Equity Growth Capital, Private Equity Performance Update, Returns as reported through september 2012

РЗС, НБС, Министарство финансија Република Србија, Народна скупштина, Основни макроекономски показатељи у Републици Србији (2007-2011)

R eformy i razvitie rossijskoj ekonomiki v 1995-1997 godah, Voprosy ekonomiki, 4/95

Републички завод за статистику

Службени гласник Републике Србије, бр. 46/2006, 51/2009 и 31/2011

Статистички годишњак Србије 2008, РЗС, Београд

Светска банка (2000)

SIEPA

The financial Crisis in Europe , Stock Analyst, Stratfor, 2008

UNCTAD World Investment Report, 2013

UNCTAD Inward and owtward foreign direct investment flows, annual, 1970-2011

UNCTAD World Investment Report, 2013, Annex Tables

United Nations-Economic Commission Europe:Promoting Foreign Direct Investment in Central andEastern Europe and the CIS,Trade and investments Guides 3-ECE-TRADE249 Geneva, 2000

*USAID Пројекат за боље услове пословања, Раст приватне домаће штедње у циљу убрзања привредног раста Србије, Центар за либерално-демократске студије, Србија,2012
citywire.co.uk/best-investment-funds#uk-equities*

p://mobile.bloomberg.com/news/2013

мојновац.рс

Samatica.com

www.nalox.com/europe/eurostat.html

www.privco.com/knowledge-bank/private-equity-and-venture-capital

www.nvca.org

www.vanguard.com

<http://finance.yahoo.com/news/global-hedge-fund-assets-near-050000937.html>

en.wikipedia.org/wiki/American-funds

www.hedgefundresearch

[www.ec.europa.eu/internal market/securities/ucits/index_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits/index_en.htm)

www.empea.org

www.vzajemci.com

www.sase.ba

www.cda.me

www.sec.gov.mk

www.ici.org/research/stats/trends/trends_10_13

СПИСАК ТАБЕЛА И ГРАФИКОНА

Списак табела:

Табела 1	Апсолутна и релативна вредност имовине институционалних инвеститора у 2012. години у земљама Г-7	8
Табела 2	Имовина институционалних инвеститора у државама OECD, 2011	11
Табела 3	Нето вредност имовине институционалних инвеститора и инвестиционих фондова у 2012. години у земљама Г-7	12
Табела 4	Број отворених инвестиционих фондова у свету	14
Табела 5	Вредност нето имовине и број инвестиционих фондова, млрд. \$, 2012.	15
Табела 6	Кретање обима активе отворених инвестиционих фондова у милион. \$	16
Табела 7	Географски трендови по типовима фонда, 2012. год	18
Табела 8	Укупна нето актива свих инвестиционих фондова у САД по типу у млрд. долара у периоду 1998 – 2012	20
Табела 9	Кретање обима активе отворених фондова у милијардама \$ према врстама инвестиционих фондова у САД	24
Табела 10	Нето приливи и одливи светских инвестиционих фондова, млрд.\$, 2012	32
Табела 11	Нето приливи и одливи светских инвестиционих фондова, млрд. еур	35
Табела 12	Учешће појединих типова UCITS у укупној активи (%)	35
Табела 13	Нето актива европских инвестиционих фондова, млрд. еур	36
Табела 14	Актива типова фондова по регијама у млрд. \$, Q2 2013	38
Табела 15	Вредност заједничких фондова САД по типу, млрд.\$	39
Табела 16	Највећи амерички заједнички фондови, 2012	40
Табела 17	Укупан број отворених инвестиционих фондова	42
Табела 18	Укупна имовина отворених инвестиционих фондова САД, млрд.\$	42
Табела 19	Имовина затворених инвестиционих фондова по типу фонда, милион.\$	44
Табела 20	Имовина за пензионисање инвестирана у отворене фондове, млрд.\$	48
Табела 21	Вредност имовине инвестиционих фондова у земљама у транзицији	113
Табела 22	Тржишна капитализација на крају периода	118
Табела 23	Промет - тржиште капитала	119
Табела 24	Просечан месечни повраћај у процентима	120
Табела 25	Legal index	121
Табела 26	Пораст продуктивности рада 1992-95.год	123
Табела 27	Приватизациони ефекти (%)	124
Табела 28	Стране директне инвестиције, 2010-2012	125
Табела 29	Улазне СДИ у транзиционим земљама	127
Табела 30	Стране директне инвестиције у земљама у транзицији, милион.\$	131
Табела 31	Улазне стране директне инвестиције, милиони \$	132
Табела 32	Стране директне инвестиције, приход од приватизације и ЕБРД индекси у појединим транзиционим земљама, 1999.	133
Табела 33	Удео приватног сектора у Чешкој Републици	137
Табела 34	Предузећа, вредност приватизоване имовине и ПИФ-ови	138
Табела 35	Ваучери у два таласа приватизације	139
Табела 36	Власничка структура већих инвеститора	141
Табела 37	Почетна акционарска структура компанија из портфолиа НИФ-а	145
Табела 38	Промена власништва у НИФ-овим фирмама 31.12.1999	146
Табела 39	Промене удела државе и НИФ у капиталу фирми	147
Табела 40	Структура акционарског капитала предезећа у априлу 1994. године	151

Табела 41	Кретање бруто домаћег производа Русије 1992-1999	153
Табела 42	Процентуални однос приватизованих фирми - укупно, страни власници и домаћи власници	155
Табела 43	Типологија приватизационих фондова	158
Табела 44	Дистрибуција власничких сертификата у Словенији	162
Табела 45	Остварена приватизација крајем 1998. године	169
Табела 46	Удео приватног сектора, у % БДП	172
Табела 47	Раст БДП и инфлација по групама земаља	173
Табела 48	Учешће страног капитала у власничкој структури банкарског сектора, 2005	174
Табела 49	Просечна стопа раста БДП-а у периоду 1950-89.год	175
Табела 50	Промена реалног БДП у земљама у транзицији у %	176
Табела 51	Трајање рецесије и раста у периоду 1990-99. (у броју година)	177
Табела 52	Рецесија, инфлација и БДП у транзиционим економијама 1990-99	178
Табела 53	Стопе незапослености у транзиционим земљама.	179
Табела 54	Инфлација привреда у транзицији, 1989-1999. год	180
Табела 55	Оцена приватизације и методи приватизације	182
Табела 56	Промене у продуктивности рада у земљама ЦИЕ и бившег СССР	184
Табела 57	Оцена развоја транзиције на крају 1999. год.	186
Табела 58	Транзиционе економије на крају 1999. године -поједини индикатори остварених резултата	187
Табела 59	Перформансе транзиционих економија на крају 1999.	188
Табела 60	Корелација између раста БДП и активе инвестиционих фондова у појединим транзиционим земљама	190
Табела 61	Капитал приватних инвестиционих фондова у САД	196
Табела 62	Приватни инвестициони фондови у ЦИЕ у 2011. и 2012. години.	201
Табела 63	Прикупљена средства и инвестиције у 2012. години у милионима \$ и процентуално учешће појединих региона	210
Табела 64	<i>Private equity</i> инвестиције у Централној и Источној Европи 2011-2012	215
Табела 65	Инвестирање <i>private equity</i> у земљама ЦИЕ 2007-2013 (милион еура).	215
Табела 66	Инвестирање <i>private equity</i> у земљама ЦИЕ 2007-2013 (број компанија)	216
Табела 67	<i>Private equity</i> инвестиције 2012-2013.	217
Табела 68	Инвестициони фондови у Србији	218
Табела 69	Промет на Београдској берзи	220
Табела 70	Преглед инвестиционих фондова на дан 12.07.2013	222
Табела 71	Прилив страних директних инвестиција у региону	230
Табела 72	Највредније СДИ у Србији (2001-2011)	231
Табела 73	Стране инвестиције у Србији по земљама	231
Табела 74	Стране директне инвестиције у Србији (2005 – 2012)	237
Табела 75	Просечне годишње промене стопа БДП у Србији, ЕУ-15 и САД	240
Табела 76	Извоз и увоз у последњих десет година	241
Табела 77	Резултати приватизације друштвених предузећа од 2002. до 2010.год	242
Табела 78	Кретање обима активе отворених инвестиционих фондова (милион\$)	244
Табела 79	Бруто национална штедња (% БДП) у земљама у транзицији	245
Табела 80	Економски подаци и индикатори привреде Србије на крају 1999.	248
Табела 81	Оцена развоја транзиције у Србији на крају 1999.	248
Табела 82	Корелација између раста БДП и активе инвестиционих фондова Србије	249

Списак графикана:

Графикон 1	Институционални инвеститора по типу у земљама ОЕЦД	11
Графикон 2	Тренд развоја отворених инвестиционих фондова у свету	14
Графикон 3	Структура глобалног тржишта инвестиционих фондова	15
Графикон 4	Активе инвестиционих фондова транзиционих земаља.	17
Графикон 5	Структура светских инвестиционих фондова, 2012	17
Графикон 6	Актива отворених инвестиционих фондова у САД	21
Графикон 7	Процент учешћа инвестиционих компанија у укупном тржишту хартија, крај 2012	22
Графикон 8	Структура глобалног тржишта инвестиционих фондова, 2012	22
Графикон 9	Тренд развоја ИРА планова	23
Графикон 10	Процентуално учешће појединих типова фондова у укупној активи отворених инвестиционих фондова, 2012	24
Графикон 11	Имовина затворених инвестиционих фондова	25
Графикон 12	Нето актива затворених фондова обвезница и акција	26
Графикон 13	Учешће појединих земаља у укупној активи отворених фондова	27
Графикон 14	Актива европских инвестиционих фондова по типу	28
Графикон 15	Трендови нето актива светских отворених инвестиционих фондова по типу фонда	33
Графикон 16	Нето вредност светских фондова у 2013. по типу	34
Графикон 17	Имовина светских инвестиционих фондова.	36
Графикон 18	Учешће актива фондова појединих држава и регија у укупној светској активи инвестиционих фондова, (Q3, 2013)	39
Графикон 19	Учешће појединих типова отворених инвестиционих фондова у њиховој укупној активи, октобар 2013.	43
Графикон 20	Укупна нето актива ЕТФ-ова, 1998-2012	43
Графикон 21	Учешће појединих типова затворених фондова у укупној активи ових фондова, 3К 2013	44
Графикон 22	Број домаћинстава која улажу у заједничке фондове	46
Графикон 23	Вредност средстава за пензионисање у САД.	47
Графикон 24	Средства ИРА планова	47
Графикон 25	Вредност средстава Секције планова штедње 529	48
Графикон 26	Отворени и затворени инвестициони фондови у САД	51
Графикон 27	Светска актива отворених инвестиционих фондова по врстама	52
Графикон 28	Вредност актива светских фондова по типовима	60
Графикон 29	Географски тренд акцијских фондова, 2012	62
Графикон 30	Отворени фондови акција и обвезница у САД	63
Графикон 31	Актива глобалних хец фондова	67
Графикон 32	Актива хец фондова и других учесника на тржишту САД	70
Графикон 33	Структура власништва заједничких фондова у САД, 2012	94
Графикон 34	Америчка домаћинстава која штеде преко фондова (%)	94
Графикон 35	Извори прихода од приватизације крајем 1995. у %	130
Графикон 36	Удео приватног сектора у БДП (%), 1999.год	136
Графикон 37	БДП у Чешкој Републици	142
Графикон 38	Приватни инвестициони фондови, 2008-2012.	193
Графикон 39	Географска фокусираност приватних инвестиционих фондова	193
Графикон 40	Перформансе <i>Private Equity</i> (Једногодишњи ниво <i>IRR</i>)	195
Графикон 41	Прикупљање средстава и инвестирање приватних инвестиционих фондова у Европи.	197

Графикон 42	Процентуално учешће инвеститора у <i>private equity</i> САД	199
Графикон 43	Извори капитала <i>private equity</i> за ЦИЕ у 2012.год	199
Графикон 44	Прикупљени капитал по типу фонда 2012	200
Графикон 45	Тотал <i>venture capital</i> у САД у млрд.\$	202
Графикон 46	Прикупљена средства и инвестирање приватних инвестиционих фондова на брзорастућим тржиштима у периоду 2009 – 2013.	207
Графикон 47	Прикупљена средства и инвестирање приватних инвестиционих фондова на брзорастућим тржиштима у првој половини 2013. године.	210
Графикон 48	<i>Private equity</i> улагања у 2012.години у односу на БДП	211
Графикон 49	Прикупљена средства и инвестирање приватних инвестиционих фондова на тржиштима ЦИЕ, Русије и ЗНД 2008 – 2012.	212
Графикон 50	Прикупљена средства и инвестиције приватних инвестиционих фондова у региону Централне и Источне Европе	214
Графикон 51	Структура вредности имовине отворених инвестиционих фондова на дан 30.06.2013.	221
Графикон 52	Прилив СДИ у Србији 2000-2012. година.	229
Графикон 53	Реални раст бруто домаћег производа у %	240
Графикон 54	Штедни депозити грађана у Србији	246