



XIX Internacionalni naučni skup SM 2014  
**Strategijski menadžment i sistemi podrške odlučivanju u strategijskom menadžmentu**

**Tema skupa**  
**Integracioni procesi u funkciji konkurentnosti i ekonomske efikasnosti**

<b>Милош Пјанић</b> Универзитет у Новом Саду, Економски факултет у Суботици Суботица, Србија	<b>Мр Дарко Марјановић</b> Универзитет у Новом Саду, Економски факултет у Суботици Суботица, Србија	
milospjanic@ef.uns.ac.rs	marjanovicd@ef.uns.ac.rs	<b>UDC</b> <b>336.733/.734:334.758]:330.13(491.11)</b>

## **ИНТЕГРИСАНОСТ ИНСТИТУЦИОНАЛНИХ ИНВЕСТИТОРА СРБИЈЕ У ФУНКЦИЈИ ЕКОНОМСКЕ ЕФИКАСНОСТИ**

**Апстракт:** Финансијски систем у Србији је као и у неким другим европским државама сконцентрисан на банке, па се други учесници тржишта капитала (институционални инвеститори) често суочавају са регулативом која чини њихов положај тежим. Имајући у виду тренутну економску ситуацију у свету јасно је да се морају пронаћи алтернативни извори финансирања привредног раста, поред већ опробаних скувих (домаћих) банкарских кредита. Тржиште капитала у Србији је прилично неразвијено и плитко, постоји хронична оскудица квалитетних дугорочних извора средстава. У таквим условима, предузећа често имају проблем са прибављањем капитала, у случају недовољне акумулације. Значај институционалних инвеститора за земље у транзицији је такође огроман. Особености институционалних инвеститора одлучујуће утичу на мобилизацију штедње становништва; преваходно из разлога што је актива институционалних инвеститора ликвиднија у односу на кредитне активе кредитних институција. Неминовно је дакле постојање ликвидног финансијског тржишта, на којем институционални инвеститори доприносе побољшању инфраструктуре и ефикаснијих метода трговања. Оправданост овог истраживања је чињеница да институционални инвеститори (пензијски фондови, осигуравајућа друштва и инвестициони фондови) треба да буду један од генератора развоја домаће привреде, како би се подизањем конкурентности привредних друштава иста лакше прикључила светским токовима савременог пословања.

**Кључне речи:** Институционални инвеститори, пензијски фондови, осигуравајућа друштва, инвестициони фондови.

## **INTEGRATED INSTITUCIONAL INVESTORS IN SERBIAN ENSURING ECONOMIC EFFICIENCY**

**Abstract:** The financial system in Serbia as well as in some other European countries focused on the bank, and the other participants of the capital market (institutional investors) often face regulations that make their position more difficult. Given the current economic situation in the world, it is clear that they must find alternative sources of financing economic growth, in addition to tried and tested costly (domestic) bank loans. The capital market in Serbia is underdeveloped and shallow, there is a chronic shortage of high-quality long-term sources of funds. In such circumstances, companies often have trouble obtaining capital, in case of insufficient storage. The importance of institutional investors in transition countries is also enormous. Features of institutional investors decisive influence on the mobilization of household savings, primarily because it is more liquid assets of institutional investors in relation to the credit assets of credit institutions. It is inevitable therefore the existence of a liquid financial market, where institutional investors contribute to the improvement

of infrastructure and efficient methods of trading. The justification of this research is the fact that institutional investors (pension funds, insurance companies and investment funds) should be one of the generators of the domestic economy in order to raise the competitiveness of companies the same day joined the global trends of modern business.

**Key words:** Institutional investors, pension funds, insurance companies, investment funds.

## 1. УВОД

За разлику од традиционалних банкарских послова, небанкарски и некредитни послови са бом носе нижи степен појединих ризика и дугорочније изворе финансирања, што за банке које развијају ове послове представља додатну компаративну предност. Жеља за растућом профитабилношћу банака, као и потреба за неприкосновеном солвентношћу и ликвидношћу, условљава поклањање веће пажње небанкарским и некредитним пословима у односу на класичне депозитно-кредитне послове банака. Небанкарски послови се састоје првенствено од послова институционалних инвеститора, као што су послови осигурања, послови пензионих фондова и послови инвестиционих фондова, као и осталих небанкарских финансијских послова као што су берзански послови, брокерско-дилерски послови и кастоди послови. Заједничка карактеристика небанкарских послова је да своје потенцијале формирају на основу дугорочних извора средстава, а пласмане врше на тржишту капитала у разне облике хартија од вредности, што значи да располажу релативно ликвидним активама, за разлику од банака које имају релативно неликвидну активу јер морају да чекају рокове доспећа датих зајмова да би дошле до трансакционог новца за нове пласмане.

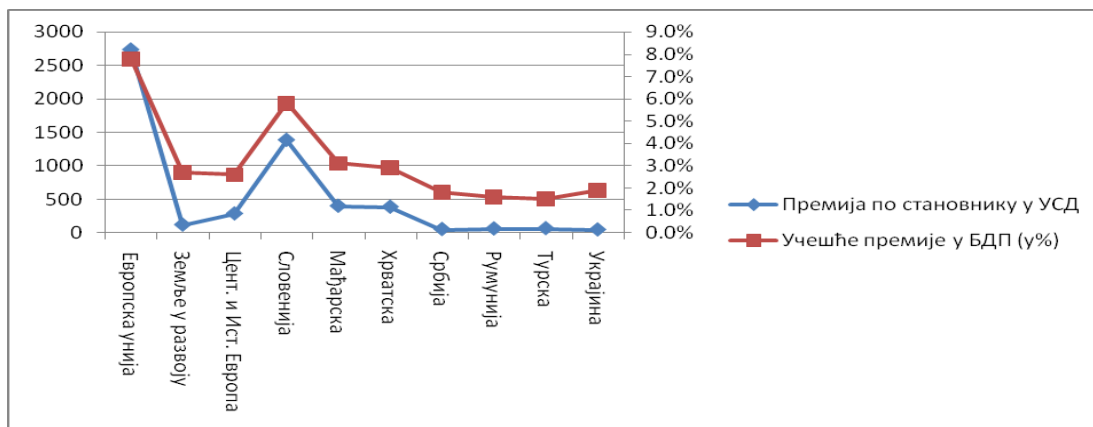
Пословима осигурања се на бази продаје полиса осигурања грађанима и компанијама стварају дугорочни извори средстава који се могу употребити за куповину дугорочних финансијских инструмената – акција и обвезница, као и краткорочних вредносних папира којима се обезбеђује текућа ликвидност јер се лако могу продати на новчаном тржишту. Доминантни облик осигурања у развијеним земљама представља вид животног осигурања, док у мање развијеним земљама преовлађује имовинско осигурање. Отуда велики развојни потенцијал у транзиторним земљама, каква је Србија, лежи управо у пословима животног осигурања.

Послови пензионих фондова представљају кључ за спровођење преко потребне пензијске реформе у свим земљама света, посебно у транзиторним земљама међу којима је и Србија. Од највећег значаја за развој пензионих фондова је постојање другог стуба пензијског осигурања, односно постојање законске обавезе формирања обавезног приватног пензијског осигурања. У Србији за сада постоји први стуб тј. обавезно државно пензијско осигурање, а од 2006. године развија се и трећи стуб пензијског осигурања односно добровољно приватно пензијско осигурање које је за индиректни развој банака и финансијског тржишта мање значајан од имплементације другог стуба – обавезног приватног пензијског осигурања. Отуда је простор за развој ових послова у Србији огroman.

Путем инвестиционих фондова се мобилишу слободна новчана средства грађана, који, профитно оријентисани, уместо у штедњу код банака инвестирају у куповину акција затворених инвестиционих фондова или инвестиционих јединица отворених инвестиционих фондова. Путем портфолио менаџмента врши се оптимално прекомпоновање активне инвестиционих фондова куповином и продајом акција и обвезница на тржишту капитала. У зависности од просечне стопе приноса на активу инвестиционог фонда зависи висина добити акционара инвестиционих фондова. Поента је да је стопа добити виша од каматне стопе на штедњу код банака, што утиче на експанзију инвестиционих фондова. Улагање у инвестиционе фондове носи већу могућност зараде али и вишу стопу ризика (губитка) улагања, нарочито у периодима рецесије и поремећаја на глобалном и локалном финансијском тржишту, у односу на улагање у штедњу код банака које доноси углавном нижу али фиксну гарантовану каматну стопу.

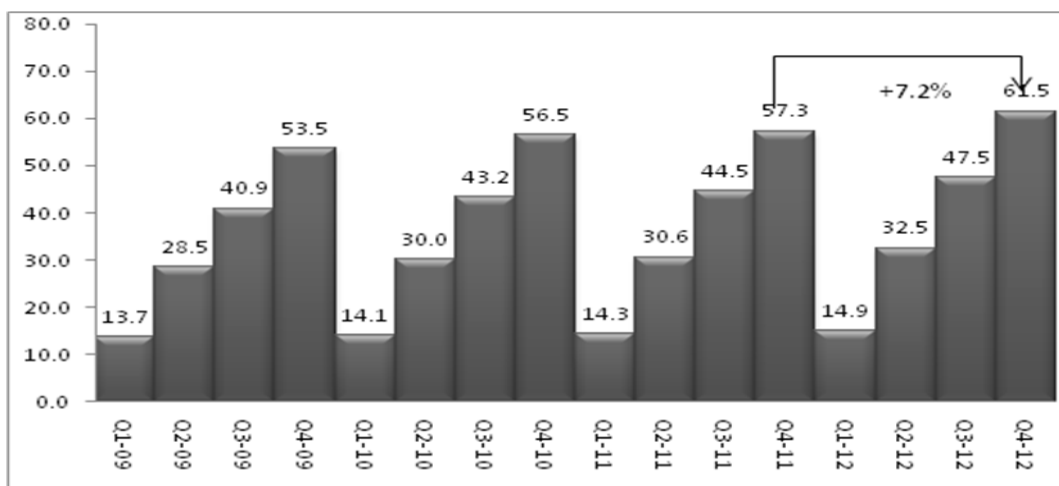
## 2. СЕКТОР ОСИГУРАЊА И ОСИГУРАВАЈУЋА ДРУШТВА У СРБИЈИ

Сектор осигурања у Србији је и даље неразвијен и по степену развијености налази се знатно испод просека земаља чланица Европске уније. У прилог томе говоре показатељи развијености тржишта осигурања односкупне премије и бруто домаћег производа и укупна премија по становнику. Наиме, према учешћу премије у бруто домаћем производу у 2011. години од 1,8% (1,6% у 2004), Србија је на 68. месту на свету, док овај показатељ за 27 земаља чланица Европске уније износи чак 7,8%. Међутим, у поређењу с групом земаља у развоју просеком од 2,7%и земљама централне и источне Европе, чији је просек 2,6%, као и с обзиром на то да се земље као што су Румунија и Турска налазе иза Србије, може се закључити да је Србија на задовољавајућој позицији.



**Графикон 1.** Компарација показатеља развијености сектора осигурања у 2012. години (Извор: (Народна банка Србије, 2013)

Према премији по становнику у 2011. години од 98 УСД или 75евра(у 2004. 52 УСД односно 38 евра), Србија заузима 67. место у свету. Исти показатељ за 27 земаља чланица Европске уније износи 2.739 USD, за земље региона централне и и сточне Европе 285 УСД, а за земље у развоју 118 УСД. На првом месту у свету је Швајцарска са 7.908 USD, затим следе Холандија и Данска, док Словенија са 1.387 УСД и Хрватска са 386 USD заузимају 29, односно 47. место. Развој тржишта осигурања у Србији, мерен растом премије, показује задржавање благо позитивног тренда.



**Графикон 2.** Тромесечно кретање укупне премије (Извор: (Народна банка Србије, 2013)

У укупном финансијском сектору (банке, осигурање, лизинг и добровољни пензијски фондови),осигурање по билансној суми, капиталу и броју запослених заузима другоместо. У билансној суми финансијског сектора у 2012. години, која је износила 3.108млрд динара, банке учествују са 92,6%, а друштва за осигурање са 4,5%

У 2013. години у Србији послује 28 друшта ва за осигурање и њихов број се није променио у односу на претходну годину. Искључиво пословима осигурања бави се 24 друштва, а само пословима реосигурања четиридруштва. Од друштава која се баве пословима осигурања,искључиво животним осигурањем бави се њих седам, искључиво неживотним осигурањем 11, а и животним и неживотним осигурањем шестдруштава. Посматрано према власничкој структури капитала,од 28 друштава за осигурање 21 је у већинском страном власништву, док је седамдруштава у већинском домаћем власништву. Успешним процесом приватизације у протеклом периоду, као и уласком на тржиште иностраних компанија добијањем green fieldлиценци (13 од 2005. године), друштва за осигурање у страном власништву у 2012. години бележе, почевши од 2007. године,преовлађујуће учешће у: премији животних осигурања са

90,8%, премији неживотних осигурања са 57,6%, укупној имовини са 68,8% и у броју запослених са 65,5%.

Друштва за осигурање су у 2013. години остварила укупну премију у висини од 61,5млрд динара(540млневра или 713 млнUSD), што је за7,2% више у односу на премију у претходној години.У структури премије,учешће неживотних осигурања износило је 80,7%, док се учешће животних осигурања повећало са 17,4% у 2011. на 19,3% у 2012. години, захваљујући оствареном порасту од 18,6% у односу на претходну годину. У структури укупног портфеља само пет врста неживотних осигурања (осигурање од последица незгоде, осигурање моторних возила, осигурање имовине од пожара и драгих опасности, остала осигурања имовине и осигурање од одговорности због употребе моторних возила) учествује са 71,3%. Аутоодговорност, као обавезно осигурање,задржало јеводеће учешће у укупној премији са 31,5% у 2012. години, којеје 2006. године преузело од имовинских осигурања.

Након успоравања позитивних трендова у сектору осигурања у Србији у 2011. години, пре свега у виду смањења премијекако обавезних(осигурање од аутоодговорности), тако и необавезних осигурања (осигурање моторних возила –каска), у 2012. години уочавају се генерално позитивна кретања.У односу на претходну годину, осигурање од аутоодговорностизабележило јераст премије од 3,3%, имовинска осигурања од 8%, а животна осигурања раст од 18,6%.С друге стране, каско осигурање моторних возила, врста осигурања која је до краја 2008. године бележила најзначајније повећање учешћа, и у 2012. години наставља тренд пада како премије од 3,5%, тако и учешћа на 11,3%, што је близу учешћа од 11% које је ово осигурање забележило у 2004. години.Груписање друштава за осигурање према учешћу у укупној премији,приказано у наредној табели, извршено у три групетакода прву групу чине два друштва с преко 15% у укупној премији, другу петдруштава са учешћем мањим од 15% и трећу 17друштава са мање од 3%, указује на настављање тренда смањења концентрације портфеља. Исто потврђује и употреба Херфиндал–Хиршмановогиндекса, према коме је концентрација на тржишту, први пут забележена као умерена 2007. године,остала умерена и у 2012. години,с вредношћуод 1.132.

**Табела 1: Учешће друштава за осигурање у укупној премији**

Група		2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
I	Учешће у %	63,4	59	69,6	65,8	62,9	63,1	49,1
	Број друштава за осигурање	2	2	3	3	3	3	2
II	Учешће у %	21,6	22,1	19	23,2	24,7	25,4	35,5
	Број друштава за осигурање	3	2	4	5	5	5	5
III	Учешће у %	15,1	18,8	11,4	11	12,4	11,4	15,4
	Број друштава за осигурање	10	14	14	14	14	15	17

**Извор:** (Народна банка Србије, 2013)

Занимљиво је да у 2012. години, посматрано по наведеним групама, највећи део укупне премије неживотних осигурања од 52,4% припада првој групи ранжираних друштава, док највећи део укупне премије животних осигурањаод 46,4% припада другој групи.

Целокупна индустрија ће доживети скроман раст, уколико га уопште буде, што заправо води ка смањењу тржишта. Индустрија осигурања обично трпи када економија слаби. Присутност осигурања остаје на изузетно ниском нивоу и има тенденцију да се и даље смањује. Пре или касније уследиће консолидација тржишта.

Целокупна индустрија ће доживети скроман раст, уколико га уопште буде било, што заправо води ка смањењу тржишта. Осетан је потенцијал раста у животном осигурању, али због недостатка могућности

за улагање, компаније би требало озбиљно да размишљају о будућим обавезама и како да их ускладе са свијим средствима.

Доношењем новог Нацрта Закона о осигурању дефинишу се одредбе којима се регулишу поступци и радње које предходе закључењу уговора о осигурању које нису и не треба да буду предмет Закона о осигурању. Немогуће је адекватно решавање питања регулисања уговора о осигурању законом којим се регулишу статусна питања (Закон о осигурању), те да се ова питања морају решити доношењем Закона о уговору о осигурању.

### 3. РАЗВОЈ ПОСЛОВАЊА ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА У СРБИЈИ

Пензиони фондови су институционални инвеститори који обезбеђују појединцима сигурност и стабилност прихода после окончаног радног века. У великом броју земаља савременог света спадају у ред највећих институционалних инвеститора на финансијским тржиштима, отуда се они понекад означавају појмом „велики играчи“ јер располажу огромним сумама капитала који су спремни да инвестирају у различите финансијске инструменте. Добровољни пензијски фонд је врста инвестиционог фонда који служи за прикупљање добровољних пензијских доприноса и њихово инвестирање ради обезбеђења приватних пензија. У Србији, узимајући у обзир ниво развоја финансијског тржишта, пензиони фондови постоје од 2006. године. Тренутно у Србији постоји девет пензионих фондова. Пензиони фондови због наглашене друштвене одговорности, имају прилично конзервативан приступ улагању на финансијском тржишту. Стога су они под строгом регулативом Народне банке Србије.

Табела 2: Пензијски фондови у Србији

	Вредност	Промена	Датум последње промене
Дунав фонд	1504.54	-0.15	06.02.2013
СоГе Еквилибрио	1543.87	-0.01	06.02.2013
СоГе Штедња	1568.44	0.02	06.02.2013
Раиффеисен Футуре	1853.32	0.04	05.02.2013
ДДОР Гарант динар	1044.89	0.19	19.02.2012
Делта Генерали Басиц	1440.09	0.01	17.02.2012
Триглав Пензија	1315.85	-0.04	17.02.2012
Делта Генерали Индекс	1178.95	-0.18	17.02.2012
ДДОР Гарант	1387.76	0.14	14.02.2012

Извор: (Комисија за хартије од вредности, 2013)

Од почетка пословања добровољних пензијских фондова у Србији протекло је нешто више од шест година. У том период њихова нето имовина се неприкидно увећавала. На крају другог тромесечја 2012. године, нето имовина пензијских фондова износи 14,25 милијарди динара. У односу на предходно тромесечје бележи раст од 6,2% док раст за последњих годину дана износи 2,8%. У првом кварталу предходне године на индивидуалне рачуне чланова је уплаћено 728,88 милиона динара, што је највише утицало на раст нето имовине фондова. Укупне уплате чланова, по одбитку накнаде при уплати у том период изосиле су 712,69 милиона динара. Чланови су по основу исплата у току овог тромесечја повукли 206,66 милиона динара, док је укупан износ накнада која су друштва наплатила у том периоду 84,93 милиона динара.

**Табела 3.** Нето имовина у сектору на крају периода ( у млрд. РСД)

2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	
					T1	T2
4,6	7,2	9,9	12,5	16,0	17,0	18,0

Извор: (Народна банка Србије, 2013)

Посматрајући наредну табелу, можемо закључити да је тржиште добровољних пензијских фондова је и даље високо концентрисано. Уколико се фондови класификују по групама, према величини нето имовине фондова у односу на висину нето имовине сектора, у групама „велики” и „средњи” налазе се по 2 фонда, и они заједно заузимају преко 96% тржишта, док највећи фонд има удео преко 41%, што такође говори да је тржиште високо концентрисано.

**Табела 4.** Број фондова у групама подељеним према тржишном учешћу ( у јединицама)

Учешће у нето имовини у %	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	
						T1	T2
Велики (20 и више)	2	2	3	2	2	2	2
Средњи(5-19,99)	-	3	1	2	2	2	2
Мали (0-4,99)	6	5	4	5	5	5	4

Извор: (Народна банка Србије, 2013)

Добровољним пензијским фондовима у Србији су дозвољена следећа улагања:

- У дужничке хартије од вредности које издају Народна банка Србије И Република Србија, у хартије од вредности које издају правна лица уз гаранцију Републике Србије, као И у хартије од вредности које издају међународне финансијске институције – до 100%,
- У дужничке хартије од вредности које издају јединице територијалне аутономије И локалне самоуправе у Републици Србији – до 20%,
- У дужничке хартије од вредности које издају правна лица са седиштем у Републици Србији И правна лица са седиштем у државним чланицама Европске уније, односно држава чланицама Организације за економску сарадњу И развој (ОЕЦД) – до 20%,
- У хипотекарне обвезнице које се издају на територији Републике Србије – до 30%,
- У депозитне потврде које издају банке а седиштем у Републици Србији И банке са седиштем у државним чланицама Европске уније, односно ОЕЦД-а – до 20%,
- У акције правних лица са седиштем у Републици Србији И акције страних правних лица са седиштем у државама чланицама Европске уније, односно ОЕЦД-а – до 30%. (Капор, 2007)

Ограничења улагања имовине фонда коју прописује наш закон о пензијским фондовима проистекао је из потребе да се заштите „плашљиви” осигураници, обзиром на све негативна искуства које су доживели током 90-тих година. Не чуди стога што нема ограничења улагања у државне обвезнице, али су ограничења присутна код других инструмената и то све због диверзификације портфолио. Дозвољена су улагања у најквалитетније акције (до 30%) и обвезнице предузеће (до 20%). На домаћем тржишту то су акције са минималном тржишном капитализацијом 10 милиона евра у слободном промету и 80% радних дана трговања у последњих дванаест месеци (обухватају већину акција које су саставни део индекса ВЕЛЕХ15). На берзама у иностранству минимална тржишна капитализација акција је 500 милиона евра И то су акције котиране на берзама Европске уније, односно ОЕЦД земаља најмање две године.

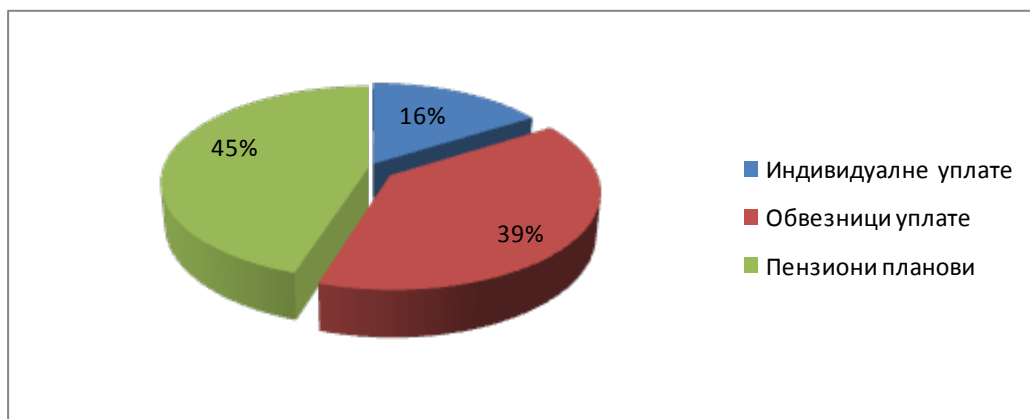
Имовина фонда се не може улагати у хартије од вредности које издаје:

- Друштво за управљање,
- Кастоди банка која води рачун фонда,
- Брокерско-дилерско друштво, односно овлашћена банка која обавља послове посредовања у трговини хартијама од вредности,
- Акционар друштва за управљање,
- Повезана лица са горе наведеним. (Шошкић, 2010)

Услед непостојања рејтинг агенција у Србији, обвезнице предузећа у које се улаже имовина фонда морају имати гаранцију домаће или стране банке или гаранцију правног лица са седиштем у земљи Европске уније, односно ОЕЦД које је рејтинговано са најмање А рејтингом (Standard and Poor's, Fitch), односно А2 (Moody's), исти степен кредитног рејтинга захтева се И за улагање имовине фонда у хипотекарне обвезнице (до 30%) и муниципалне обвезнице (до 20%) када се појаве на домаћем тржишту. Улагање у депозитне потврде које издају домаће и стране банке ограничено је на 20%. Улагање имовине у новчане депозите код домаћих банака ограничено је на 5%, улагање у новчане депозите код страних банака није дозвољено.

Уплата доприноса у другом тромесечју 2012. године износила је близу 729 милиона динара, што представља највећу капиталну уплату доприноса од почетка рада добровољних пензијских фондова. Уплате доприноса највећим делом се врше путем пензијских планова где су и највеће уштеде за привредно друштво по основу ослобађања плаћања пореза и доприноса за уплаћени износ до максималне висине прописане законом. Исто тако организатори пензијских планова имају могућност преговарања о висини накнада приликом уплате за своје чланове, што је један од разлога већих уплата на овакав начин.

У другом тромесечју 2012. године од укупних доприноса око 16% се односи на индивидуалне уплате, 39% на уплате послодаваца који као обвезници уплате својим запосленима уплаћују доприносе у пензијски фонд, док се око 45% односи на уплате преко пензијских планова. Овај однос се није значајније мењао од 2008. године. Иако постоји могућност И индивидуалних, највећи број уплата је преко обвезника уплата И пензијских планова. Компаније могу својим запосленима да уплаћују средства у фонд, остварујући тако уштеде путем пореских ослобађања, чиме показују висок степен одговорности према својим запосленима. Велики потенцијал за даљи раст броја чланова пензијских фондова је управо у великим компанијама са великим бројем запослених. Исплате средстава највећим делом врше се једнократно. Обзиром да повлачење средстава врше чланови који испуњавају услове, а да нису дуго у фонду И да је досадашња акумулирана сума релативно мала овакав начин исплате је И очекиван. Исплате средстава из фонда се повећавају из године у годину. Оваква појава нормална је последица развоја система, јер се повећањем доприноса И нето имовине, као И повећањем броја година функционисања система добровољних пензијских фондова, повећаваће се И исплата посматрано у апсолутним износима.



**Графикон 3.** Обим и структура укупних уплата доприноса (2013)

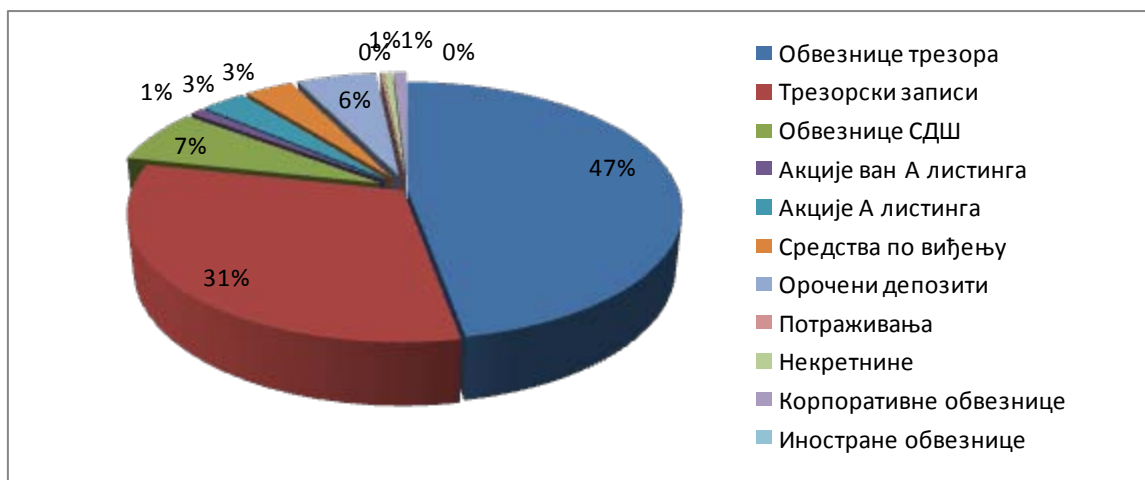
Извор: (Народна банка Србије, 2013)

Током 2012. Године уплате су биле веће од исплата за преко 500 милиона динара. Међутим, оно што не одговара пензијским фондовима је да се средства углавном повлаче чим корисник испуни услове за повлачење, тј. минимум 53 године живота И пре него што је стекао услов за државњу пензију. Један од разлога је кратак период уплата и мала акумулирана средства.

Структура имовине фондова се није значајније променила. И даље највећи удео у укупној имовини фондова имају државне дужничке хартије од вредности од чак 85,4%, од чега трезорски записи чине 31,3%, обвезнице старе девизне штедње 6,9% и обвезнице трезора чине 47,2%. Затим следе орочени



депозити са 5,6%, акције са 4,1% и средства по виђењу са 3,4% учешћа. У непокретности је уложено тек 0,6% имовине фондова.



**Графикон 4.** Структура укупне имовине фонда (2013)

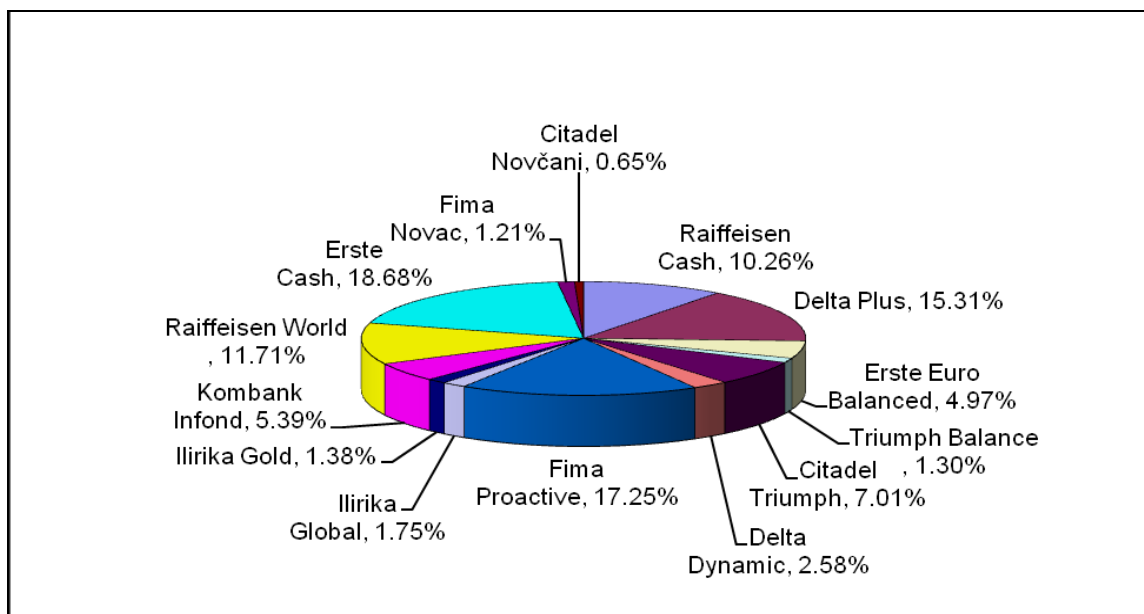
Извор: (Народна банка Србије, 2013)

У иностраној валути, у еврима, налази се 3.18 милијарди динара, односно 22,3% укупне имовине, док се у домаћој валути налази 11.10 милијарди динара, односно 77,7% укупне имовине. Највећи део имовине, прко 90% изложен је ризику промене каматних стопа, што је и кнозистентно са високим учешћем дужничких инструмената у портфолио фондова. Кредитни ризик такође је концентрисан у инвестицијама у државне дужничке инструменте.

#### 4. ФУНКЦИОНИСАЊЕ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА У СРБИЈИ

У ситуацији када и у најразвијенијим европским државама постоје све већи проблеми са одрживошћу пензионих државних система, када се број активних радника и пензионера све више изједначава, када здравствено осигурање постаје све комплексније и скупље, ове државе усмеравају своје физичке субјекте на активнију улогу у обезбеђењу својих будућих прихода. Улажући своја средства у отворене инвестиционе фондове, мали улагачи остварују додатне приходе које ће током времена моћи користити за своје потребе, не ослањајући се на приходе које ће остварити од рада или пензије. Таква ситуација чека и Србију, са можда још дежим економским сценаријом због још веће крхости нашег пензијског система и система здравственог осигурања. Зато би инвестициони фондови требали омогућити стварање додатних прихода малим улагачима, првенствено отворени фондови и створити услове за њихову већу економску извесност у будућем периоду. Едукацијом о важности увећања капитала физичких субјеката кроз улагање у инвестиционе фондове долази се до јачања социјалне и макроекономске позиције државе. Инвестициони фондови представљају алтернативу штедњи у банкама и као такви постају значајан инструмент за прикупљање и пласирање вишкова капитала који постоје у нашој земљи. Преко инвестиционих фондова наша привреда би добила јефтинија средства и она би им била лакше доступна. То би позитивно утицало и на банкарску понуду кроз равноправну конкуренцију на финансијском тржишту. Истовремено се стварају услови да грађани изађу на берзу уз стручну помоћ при инвестирању.

У индустрији фондова постоји више производа као што су *отворени, затворени и приватни фондови*. Највећи део имовине од ове три врсте фондова налази се у отвореним инвестиционим фондovima, у којима улагачи могу сваког дана да купе и продају инвестиционе јединице тако да им је обезбеђена ликвидност. Током трајања кризе, и поред великог пада вредности акција, одржана је ликвидност инвестиција, и до сада се није догодило да инвеститору не буде исплаћена вредност средстава у законски предвиђеном року (од 5 дана). С друге стране, с обзиром да су индекси берзи доживели рекордан пад, имовина фондова је такође доживела велики пад и није испунила очекивања инвеститора који су уложили средства надајући се високим приносима у првим годинама пословања фондова.



**Графикон 5.** Процентуално учешће у укупној имовини инвестиционих фондова

Извор: (Народна банка Србије, 2013)

Као последица овог периода кризе, тренутна имовина отворених инвестиционих фондова у Србији износи 15,4 милиона евра. Не рачунајући новчане фондове, који представљају алтернативу депозитима по виђењу, инвестициони фондови у Србији који улажу у акције и обвезнице сада чине нешто више од 6 милиона евра. То је изузетно мало у односу на нашу привреду и износи чак мање од 1 евра по становнику. На пример у Хрватској улагање у отворене инвестиционе фондове по становнику износи 464 евра и Словенији 968 евра, док у најразвијенијим тржиштима као што је САД износи преко 37 хиљада долара по становнику. У овим земљама улагање у фондове представља добру алтернативу у односу на штедњу у банкама или куповину индивидуалних акција, када се узму у обзир ризик и принос.

Међу отвореним инвестиционим фондовима, фондови акција представљају врсту ризичнијег улагања од штедње у банкама, новчаних или балансираних фондова, са потенцијално већим приносима. Да би се обезбедили од губитака а истовремено отворили могућност виших приноса инвеститори могу и унапред одредити себи који је максимални губитак пре кога би се вратили на мање ризичне облике улагања и истовремено одредити период улагања довољно дуг да се приноси остваре уколико вредност инвестиционе јединице расте, што се у случају ове врсте улагања сматра минимално око 3-5 година. У том смислу, било би рационално да је око 10 – 20% девизне штедње уложено у отвореним инвестиционим фондовима, значи око 700 милиона – 1,4 милијарде евра у Србији. Ова цифра говори о великом потенцијалу тржишта у Србији, као и истовремено колико је још тржиште мало у односу на свој природни потенцијал. (Пјанић, Миленковић, & Андрашић, 2013)

Неколико ствари могу покренути индустрију инвестиционих фондова у Србији. Да би се повратило поверење инвеститора које је пољуљано током финансијске кризе, фондови морају кроз приносе да покажу да су бољи од алтернативних облика улагања, а то је пре свега у Србији штедња у еврима, која износи више од 7 милијарди евра. С обзиром на много већу разноврсност пласмана и искуство које је индустрија стакла, ти приноси су могући у наредним годинама. За балансиране фондове, развој тржишта обвезница, као и муниципалних обвезница представљао би потребне додатне инструменте у које фондови могу улагати. Са своје стране, за компаније које своје обвезнице издају на Београдској берзи, фондови представљају извор ликвидности. Они тако могу помоћи у смањењу неликвидности привреде уколико би средства у времену које долази достигла ниво земаља у окружењу из претходних примера. Такође, финансијски систем у Србији је као и у неким другим европским државама сконцентрисан на банке, па се фондови и други учесници тржишта капитала често суочавају са регулативом која чини њихов положај тежим. Један од таквих примера је искључива могућност улагања у динарима за резиденте Србије. То у пракси представља проблем за многе инвеститоре који не желе да своју девизну штедњу два пута конвертују из једне валуте у другу, што им подиже трансакционе трошкове и многим представља психолошку баријеру за улагање у фондове. Могућност улагања у

еврима постоји за нерезиденте и они је у великој мери користе, док на основу контаката и примедби потенцијалних домаћих инвеститора, претпостављамо да би је и они у великој мери користили уколико би била омогућена. За сада, инвестициони фондови у Србији могу улагати део имовине у затворене инвестиционе фондове који су изложени брзо растућим тржиштима у развоју, као што је на пример Азија, или у акције фирми као што је нпр. „Аппле“, који већину производње има у Кини, а чије је тржиште производа глобално. Постоји могућност да ће даљим унапређивањем регулативе бити омогућено да фондови у Србији улажу директно у акције на брзо растућим тржиштима у развоју, као што то раде фондови из земаља у ЕУ и земаља у окружењу.

У Србији као и у земљама у региону (пре десетак година) банке предњаче у оснивању инвестиционих фондова. Први инвестициони фонд је у Србији почео са радом у марту 2007. године, Delta Plus, који је балансиран фонд. Податак да је по глави становника уложено уложено само 6 еура у инвестиционе фондове до краја 2007. године је заиста поражавајуће али треба имати у виду да је закон о инвестиционим фондовима у Србији донет 2006. године а ступио на снагу 2007. године, по чему много заостајемо за нашим регионом

Слаба ликвидност и мала заинтересованост улагача на српском тржишту капитала обележиле су средину 2009. године у фондовској индустрији Србије. Исто тако морамо имати на уму да принос инвестиционих фондова у прошлом периоду није гаранција за принос у будућности. Веома је битно нагласити да, упркос незавидној ситуацији у којој се индустрија фондова налази у Србији, друштва за управљање фондовима активно покушавају да развију ту индустрију и приближе је грађанима. Морамо напоменути чињеницу да инвестициони фонд Pirika Gold (3,8%) исказује највећи принос на месечном нивоу у августу 2012. године. Затим следи FIMA Proactive (3,5%), док је највећи пад забележио инвестициони фонд Pirika Dynamic (-3%).

**Табела 5.** Принос инвестиционих фондова од оснивања и последња вредност фонда

Инвестициони фонд	Принос фонда од оснивања (%)	Последња вредност јединице фонда (РСД)
„Ilirika plus“	-35.36	646.41
„Triumph“	-21.74	782.63
„Ilirika dynamic“	-69.30	306.96
„Fima proactive“	-61.47	385.14
„Raiffeisen world“	+15.88	1158.82
„Ilirika gold“	+2.21	1024.22
„Erste euro cash“	+13.01	1130.08
„Ilirika global“	-62.38	376.96
„Erste euro balances“	+33.02	1330.18
„Ilirika keš“	+26.64	1266.44
„Kombank InFond“	-38.29	617.14
„Triumph balance“	+28.86	1288.56
„Citadel novčani fond“	+37.60	1375.98
„Erste cash“	+26.41	1264.14
„Raiffeisen cash“	+25.96	1266.03

Извор: (Комисија за хартије од вредности, 2013)

У развијеним државама већина улагача у новчане фондове јесу правна лица, којима је много исплативије да ставе средства у новчани фонд, него на штедњу по виђењу у банке.

Грађани Србије ни пре кризе нису много познавали психологију рада инвестиционих фондова. Инвестициони фондови у Србији били су доста некавалитетни још од самог оснивања, будући да је тек 2500-3000 улагача одлучило да на овај начин увећа свој капитал. Као један од основних узрока не само лошег старта индустрије инвестиционих фондова у Србији већ и целокупног развоја је пре свега то што се на српској берзи трговало са око сто хартија, а тек је њих неколико било ликвидних и перспективних акција. Новац би на домаћем тржишту могли да оставе балансирани фондови који бележе добитке

будући да не тргују са акцијама већ већину имовине улажу у обвезнице старе девизне штедње. Ни овим фондовима држава није пружила адекватан материјал за пласман будући да ниједна компанија није емитовала корпоративне обвезнице. Велики број малих инвеститора, након што је привучен великим добицима почетком 2007. године и очекујући понављање таквог раста у периоду након њиховог улагања, доживео је пад својих очекивања и претрпео губитке. Биће потребно доста времена, мерено годинама, пре него што се такви инвеститори осмеле да поново пласирају своја средства на тржиште капитала, али не треба сумњати да ће се са дужном пажњом пратити дешавања на берзи и припремати средства за нове инвестиције. (Marjanović, Pjanić, & Radojević, 2012)

Новом уредбом фондовима је омогућено да сав свој новац уложе у иностранство, али је за то потребно имати много више капитала него што се сада има, јер треба платити и много веће трошкове. Можемо рећи да је Српско тржиште као и цело тржиште Балкана погођено светском финансијском кризом. Суочено са ниском ликвидношћу реалног сектора, ниском стопом страних директних инвестиција, смањеном домаћом и страном агрегатном тражњом, великим буџетским дефицитом, дефицитом текућег рачуна и поопштреним условима кредитирања, тржиште је реаговало драстичним падом цена акција.

Инвестициони фондови су потребни Српској привреди, који ће у блиској будућности добити на важности због система пензионог осигурања и потребе грађана да приватно предузимају мере финансијске предострожности. Инвестициони фондови су погодни за средњорочне и дугорочне инвестиције, штедњу новца ради школовања деце, решавање стамбених потреба, остварење неких будућих пословних идеја. Мотив за инвестирање може да има различите полазне основе, мотиве и циљеве али у основи свих мотива је прорачун добити по математичком закону сложеног интереса током дугог низа година (орочавање са каматом на камату). Оно што сваки потенцијални инвеститор пре инвестирања треба да зна је да мора да се добро информише о самом фонду, да у квалитету финансијских информација увек постоје недостаци, да увек поступа на сопствену одговорност и да у избору између мноштва алтернатива одабере ону која је, пре свега, у његовом личном интересу, јер веома често интерес није обостран. Инвеститори и сами морају да знају да за сопствене инвестиције и избор стратегије улагања морају издвојити време. Правилним избором стратегије улагања може се значајно побољшати квалитет живота. Ако је то циљ онда се треба одредити за ону која је добра у добрим и у лошим временима и онда она не зависи од тога да ли ће на тржишту доћи до развоја или шпекулација. Из различитих разлога штедише и инвеститори у свету али и у Србији су већ искусили како имовина може да се умножи, али нажалост, и како целокупна уштеђевина може да се изгуби. Таква искуства сигурно доприносе расту опрезности и смањењу могућности од непотребног ризика и без посебних упозорења. Наш закон у великом степену штити инвеститоре од могућих злоупотреба и онемогућава веће поремећаје финансијског система.

## 5. ЗАКЉУЧАК

Осигуравајућа друштва као значајни институционални инвеститори, обимом пословања, огромним средствима којима располажу и њиховим пласманом битно утичу на развој финансијског тржишта и укупне економије земље. Послови осигурања појачавају стабилност финансијског тржишта и дају стабилност економском систему земље, обештећују претрпеле губитке и ублажавају ефекте банкротства и негативне ефекте производње, запосленост и државне пореске приходе. Послови осигурања доприносе социјалној сигурности у држави, а послови добровољног пензијског осигурања обезбеђују сигурност будућим пензионерима, диверсификујући одговорност државе за бригу о пензионом сегменту. Истовремено послови осигурања, својом трансформацијом средстава мноштва ситних осигураника у крупна новчана средства, стварају респектабилан новчани потенцијал за пласирање на финансијском тржишту и постају један од главних мобилизатора штедње, која преко механизма финансијског тржишта може да подстакне економски раст националне економије.

Развој послова пензионих фондова у Србији је неопходан како би се спровела неопходна пензијска реформа. Од два потврђена и прихваћена модела пензијске реформе у свету, за Србију, као и за остале транзиторне земље, би био прихватљивији модел Светске банке, који предлаже организовање мешовитог састава система пензијског осигурања утемељеног на три стуба финансирања пензија: првог, који се темељи на обавезном јавном осигурању односно текућем финансирању на основу генерацијске солидарности, и који је до пред крај 2006. године у Србији једини и функционисао, другог, обавезног приватног осигурања које се темељи на обавезним пензионим фондовима који су заснованим на обавезној капитализованој штедњи и трећег стуба, добровољног приватног осигурања које се базира на

добровољним пензионим фондovima, заснованим на добровољној капитализованој штедњи и који свој развој у Србији започиње од краја 2006. године.

За Србију, као земљу у транзицији, посебно је значајна имплементација рада инвестиционих фондова путем којих се могу мобилисати значајна финансијска средства појединих слојева становништва, с обзиром да инвестициони фондови у принципу могу пружити више приносе у односу на штедне и орочене депозите код банака. Инвестициони фондови продају своје акције милионима ситних инвеститора који не могу детаљно познавати разноврсну понуду на тржишту, па куповином акција фонда диверсификују свој пласман на мноштво акција и обвезница, односно поседовањем акција инвестиционог фонда посредно поседују акције и обвезнице многих државних и приватних инвеститора. На тај начин инвестициони фондови долазе у посед огромне количине капитала, тзв. великог новца, веома значајног за развој макроекономије, капитала који се преко тржишта пласира на најбољи могући начин у складу са принципима сигурности, диверсификације ризика, ликвидности и профитабилности. Кроз инвестиционе фондове се могу реализовати и поједини циљеви социјалне политике у смислу стварања услова за богаћење већег броја малих инвеститора. Са социјалног аспекта би велики број појединаца добио прилику да увећа своју имовину кроз дивиденду на акције фонда и кроз капитални добитак, тј. пораст цена акција фонда на секундарном тржишту. Инвестициони фондови у Србији могу да одиграју значајну улогу у процесу трансформације власничке структуре у привреди. Приватизација, путем поседовања акција инвестиционих фондова, је погодна за шире слојеве становништва који немају аспирације да постану већински власници, а не поседују ни довољно стручног знања, ни времена да прате актуелности на финансијском тржишту. Инвестициони фондови могу да утичу на појачани прилив капитала из иностранства, а нарочито капитала инорезидената домаћег етничког порекла који су навикли на функционисање и логику инвестиционих фондова у иностранству. Као и пензиони фондови и инвестициони фондови стварају крупне агрегате тражње за хартијама од вредности, иницирају развој тржишта капитала, јачају конкуренцију на финансијском тржишту и подстичу финансијске иновације, модернизацију, транспарентност и флексибилност тржишта капитала.

## РЕФЕРЕНЦЕ

- Alexander, G., Sharpe, W., & Bailly, J. (2001). *Fundamentals of investments*. New Jersey: Prentice Hall.
- Baker, M. (2003). *Development of Non-bank Financial and Capital Markets in European Union Accession Countries*. Washington: The World Bank.
- Investment Company Institute. (2012). *Annual Report to Members 2012*. Washington: Investment Company Institute.
- Marjanović, D., Pjanić, M., & Radojević, P. (2012). The Effects of Tax Competition on the Operations of Multinational Companies. *EMC 2012* (стр. 211-216). Zrenjanin: Tehnološki fakultet "Mihajlo Pupin".
- Вуњак, Н., Ђурчић, У., & Ковачевић, Љ. (2008). *Corporate and Investment Banking*. Бечеј: Пролетер а.д.
- Ерић, Д. (2003). *Финансијска тржишта и инструменти*. Београд: Чигоја.
- Јовић, З. (2006). *Значај увођења парабанкарских и некредитних послова за унапређење пословног банкарства у Србији*. Крагујевац: Економски факултет.
- Јовић, З. (2008). *Менаџмент финансијских институција*. Београд: Универзитет Сингидунум.
- Капор, П. (2007). *Инвестициони фондови и инвестирање у хартије од вредности*. Београд: Пословни биро.
- Комисија за хартије од вредности. (2013). *Извештаји о раду Комисије и кретањима на тржишту*. Београд: Комисија за хартије од вредности.
- Народна банка Србије. (2013). *Извештаји о пословима надзора друштава за управљање добровољним пензијским фондovima*. Београд: Народна банка Србије.
- Остојић, С. (2007). *Осигурање и управљање ризицима*. Београд: Дата Статус.
- Остојић, С. (2009). *Основи монетарне економије*. Београд: Дата Статус.

Пјанић, М., Миленковић, Н., & Андрашић, Ј. (2013). Инвестициони фондови у функцији јачања корпоративног управљања у Србији. *СМ 2013* (стр. 1153-1166). Суботица: Економски факултет Суботица.

Службени гласник Републике Србије. (2006). *Закон о инвестиционим фондовима*. Београд: Службени гласник Републике Србије, бр.46/2006.

Шошкић, Д. (2010). *Хартије од вредности: управљање портфолиом и инвестициони фондови*. Београд: Центар за издавачку делатност Економског факултета.