



ВИСОКА ПОСЛОВНА ШКОЛА
СТРУКОВНИХ СТУДИЈА – БЛАЦЕ
Часопис из области економије, менаџмента и
информатике „БизИнфо“
Број 2/2010, стр. 119 - 142
Адреса: Краља Петра I, бр.70, 18420 Блаце

ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ У РАЗВИЈЕНИМ ЗЕЉАМА

INVESTMENT FUNDS IN DEVELOPED COUNTRIES

Марина Јововић

Висока школа струковних студија Блаце

Резиме: Инвестициони фондови су небанкарске финансијске институције које прикупљају штедњу појединачних инвеститора, а затим прикупљена средства пласирају на финансијском тржишту. Они преузимају тржишта банака јер обезбеђују високе приносе, низак ниво ризика и високу ликвидност. Изузетно је велики значај инвестиционих фондова за развој финансијског тржишта, тржишта капитала и општи приврени развој земље. У развијеним тржишним економијама дошло је до велике експанзије инвестиционих фондова. Они су постали прави финансијски дивови са огромном нето имовином. Значај инвестиционих фондова на развијеним финансијским тржиштима и улога у револуционирању инвестирања изузетно су велики и отуда интересантни са аспекта потенцијалних подстицаја раста финансијског тржишта земаља у развоју и укупне економије..

Кључне речи: инвестициони фондови, финансијска тржишта, тржишт капитала, развој

Abstract: Investment funds are nonbanking financial institutions that collect savings of individual investors in order to invest capital on financial market. They take market because banks provide high returns, low risk and high liquidity. Extremely great importance to investment funds for the development of financial markets, capital markets and general economic development of the

country. In developed market economies have seen a huge expansion of investment funds. They have become a real financial gigants with a huge net assets. The importance of investment funds in developed financial markets and their role in innovating investments is very significant, and therefore interesting from the aspect of potentially giving impetus to the developing countries financial market development an overall economic growth.

Key words: *Investment funds, financial markets, capital markets, developement.*

УВОД

Основна економска улога финансијског тржишта је да омогући економски најрационалнији начин каналисања и трансферисања средстава, од субјеката са финансијским суфицитом ка субјектима са финансијским дефицитом. Што је финансијски систем развијенији утолико је већи број финансијских посредника који врше трансфере средстава. У развијеним привредама растуће је учешће нетрадиционалних финансијских посредника док учешће банака на њиховим финансијским тржиштима опада. Банкарски сектор организован на конзервативан начин постао је кочница даљег развоја тржишних односа и тржишта капитала. Развијене земље са развијеним тржиштем капитала обогатиле су своју финансијску структуру са низом нових форми, ефикаснијим и флексибилнијим од конзервативних банкарских организација. Међу нетрадиционалним финансијским посредницима централно место заузимају институционални инвеститори. Натипичнији представници институционалних инвеститора су инвестициони фондови који имају најјачу експанзију на тржиштима развијених земаља.

Инвестициони фондови су постали светски економски феномени са великом могућношћу мобилизације средстава у кратком року и њиховим усмеравањем у профитабилне инвестиционе пројекте. Они снажно утичу на стабилност и ликвидност светског тржишта капитала. Оснивањем инвестиционих фондова обogaћена 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 остварењу његове стабилности. Највећу експанзију су доживели у САД, где су заувек потиснули банке и угрозили им водећу улогу у финансијском посредовању. У другим развијеним земљама нису достигли такаву позицију, али и у њима постоји снажна тенденција успона ових институција.

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. Први инвестициони фонд, по неким ауторима, формирао је 1800. године Роберт Флеминг у Шкотској. По неким ауторима инвестициони фондови су први пут уведени у Холандији 1822. године а по другима то је било 1774. године. Поједини аутори тврде да је први инвестициони фонд формиран у Белгији.¹ По неким историчарима први инвестициони фонд је основан у Швајцарској 1849. године “*Genevaise d emploi de fonds*” а затим следи британски “*Foreign & Colonial Government Trust*” из 1868. године.

Први званични отворени инвестициони фонд основан је 1924. године – *Massachusetts Investors Trust* у Бостону у САД, са портфељом од 45 акција и активом од 50 000 долара. На крају 1924. године имао је 200 улагача и располагао са 392 000 долара. Овај фонд још увек послује али се данас зове *State Street Research* и управља са седам фондова.²

Крајем XIX и почетком XX века фондови се отварају у највећем броју у Великој Британији и Сједињеним Америчким Државама. Прве инвестиционе компаније биле су затвореног типа. У Великој Британији је основано више од 50 компанија ове врсте. Отворени инвестициони фондови су

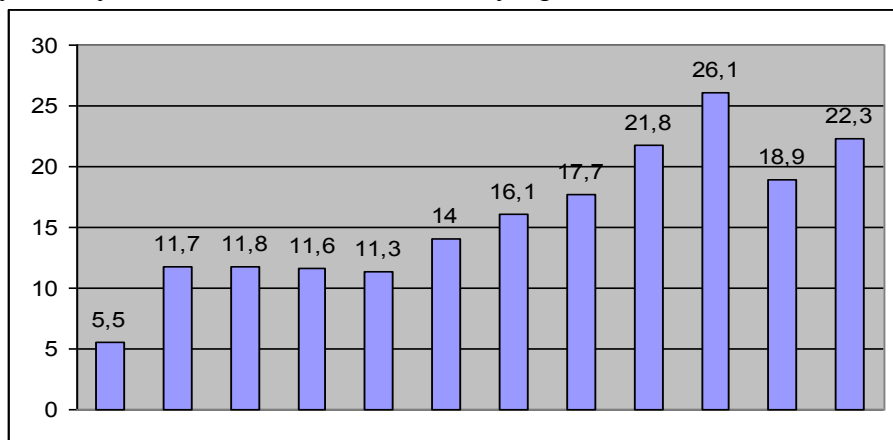
¹ Брзаковић Томислав, *Тржиште капитала-теорија и пракса*, Чуруга принт, 2007, Београд

² Jim Mc Whinney, “A Brief History of the Mutual Fund”, 5 december 2005, www.investopedia.com/articles/mutualfunds/05/MFhistory.asp

почели да се отварају 30-их година. У другим развијеним земљама формирање инвестиционих 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 инвестициони фондови. Инвестициони фондови су имали стагнацију у развоју како 1929. године у време велике економске кризе у САД, тако и у време кризе изазване нафтним шокovima 70-их година.

Праву експанзију инвестиционе компаније доживљавају у 80-им и 90-им годинама двадесетог века у САД, Великој Британији, Француској, Немачкој, Јапану и другим земљама. Нето актива инвестиционих фондова у свету је од 1990 до 2003. године порасла преко шест пута. Кулминацију доживљавају 2007. године када је укупна нето актива отворених инвестиционих фондова достигла цифру од 26.129 млрд. долара. Светска економска криза је довела до пада вредности њихових актива за 7.155 млрд. долара. На крају 2008. њихова вредност је износила 18.974 млрд. долара, а на крају 2009. године 22 376 млрд. долара.³

Графикон 1. Тренд развоја отворених инвестиционих фондова у свету од 1998. до 2009. године у трилионима УСД \$



год. 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009
Извор: Investment Company Institute

³ Izvor :Investment Company Institute, 2009 ICI Fact Book

Највеће учешће у светској активи инвестиционих фондова имају инвестициони фондови САД, затим инвестициони фондови Луксембурга, Француске, Аустралије, Ирске. Поред неких очекиваних резултата где је ниво инвестиционих фондова у складу са висином друштвеног производа, наилазимо и на неке аномалије. Висок ниво инвестиционих фондова у Луксембургу објашњава се тако да су код луксембуршких инвестиционих фондова пласирани улози који потичу од инвеститора из других земаља. Такав је случај и са Ирском али у мањој мери, док је ниво инвестиционих фондова релативно низак у неким врло развијеним земљама попут Немачке и Италије. То указује на чињеницу да у тим земљама инвеститори средства пласирају преко других институционалних инвеститора или банака.⁴

Табела 1. Кретање обима aktive отворених инвестиционих фондова у милионима УСД долара у периоду 2003 – 2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
С В Е Т	\$14.048.311	\$16.164.795	\$17.771.027	\$21.807.505	\$26.129.564	\$18.974.521
Америка	7.969.541	8.792.450	9.763.921	11.469.062	13.421.149	10.579.430
Аргентина	1.916	2.355	3.626	6.153	6.789	3.867
Бразил	171.596	220.586	302.927	418.771	615.365	479.321
Канада	338.369	413.772	490.518	566.298	698.397	416.031
Чиле	8.552	12.588	13.969	17.700	24.444	17.587
Коста Рика	2.754	1.053	804	1.018	1.203	1.098
Мексико	31.953	35.157	47.253	62.614	75.428	60.435
УСА	7.414.401	8.106.939	8.904.824	10.396.508	11.999.523	9.601.090
Европа	4.682.836	5.640.452	6.002.261	7.803.906	8.934.864	6.288.138
Аустрија	87.982	103.709	109.002	128.236	138.709	93.269
Белгија	98.724	118.373	115.314	137.291	149.842	105.057
Бугарска	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	226
Чешка	4.083	4.860	5.331	6.490	7.595	5.260
Данска	49.533	64.799	75.199	95.620	104.082	65.182
Финска	25.601	37.658	45.415	67.804	81.136	48.750
Француска	1.148.446	1.370.954	1.362.671	1.769.258	1.989.690	1.591.082
Немачка	276.319	295.997	296.787	340.325	372.072	237.986
Грчка	38.394	43.106	32.011	27.604	29.807	12.189
Мађарска	3.936	4.966	6.068	8.523	12.577	9.188
Ирска	360.425	467.620	546.242	855.011	951.371	720.486
Италија	478.734	511.733	450.514	452.798	419.687	263.588

⁴ Vittorio Conti, Roni Hamaui, "Financial Markets, Liberalisation and the Role of Banks", Cambridge University, 1993, part I

Лихенштајн	8.936	12.543	13.970	17.315	25.103	16.781
Луксембург	1.104.112	1.396.131	1.635.785	2.188.278	2.685.065	1.860.763
Холандија	93.573	102.134	94.357	108.560	113.759	84.568
Норвешка	21.994	29.907	40.122	54.065	74.709	41.157
Пољска	8.576	12.014	17.652	28.957	45.542	17.782
Португал	26.985	30.514	28.801	31.214	29.732	14.180
Румунија	29	72	109	247	390	326
Русија	851	1.347	2.417	5.659	7.175	2.026
Словачка	1.061	2.168	3.035	3.171	4.762	3.841
Словенија	N/A	N/A	N/A	2.484	4.219	2.067
Шпанија	255.344	317.538	316.864	367.918	396.534	270.983
Шведска	87.746	107.064	119.059	176.943	194.955	113.331
Швајцарска	90.772	94.407	116.669	159.515	176.282	165.709
Турска	14.157	18.112	21.761	15.463	22.609	15.404
Велика Британија	396.523	492.726	547.103	755.156	897.460	526.957
Азија и Пацифик	1.361.473	1.677.887	1.939.251	2.456.511	3.678.330	2.037.536
Аустралија	518.411	635.073	700.068	864.254	1.192.992	841.133
Кина	N/A	N/A	N/A	N/A	434.063	276.303
Хонг Конг	255.811	343.638	460.517	631.055	818.421	N/A
Индија	29.800	32.846	40.546	58.219	108.582	62.805
Јапан	349.148	399.462	470.044	578.883	713.998	575.327
Кореја	121.663	177.417	198.994	251.930	329.979	221.992
Нови Зеланд	9.641	11.171	10.332	12.892	14.924	10.612
Пакистан	N/A	N/A	N/A	2.164	4.956	1.985
Филипини	792	952	1.449	1.544	2.090	1.263
Тајван	76.205	77.328	57.301	55.571	58.323	46.116
Африка	34.460	54.006	65.594	78.026	95.221	69.417
Северна Африка	34.460	54.006	65.594	78.026	95.221	69.417

Извор: Investment Company Institute, 2009, ICI Fact Book

До наглог раста инвестиционих фондова дошло је из више разлога како економских тако и демографских и политичких. Како су они апсорбовали добар део штедње становништва то указује да су се више развили у земљама са вишом стопом штедње и већим нивоом дохотка. Највећи власници инвестиционих фондова су домаћинства. Домаћинства поседују 49% средстава инвестиционих фондова у САД. Око 84% власника удела у инвестиционим фондовима као главни разлог за овакву штедњу наводи штедњу за пензију а 26% штедњу за школовање деце.

На развој инвестиционих фондова утицали су и демографски фактори – старење популације, ниво образовања становништва, културно наслеђе у смислу развијености склоности ка штедњи. У политичке факторе који утичу на развој инвестиционих фондова најпре спада политичка стабилност, затим јасно дефинисани и законом заштићени својински односи, пореске олакшице итд.

У 2009. години пословало је 65 735 инвестиционих фондова.⁵ На инвестиционе фондове САД отпада 1/2 светске активе инвестиционих фондова. Инвестициони фондови у Европи су у узлазном тренду и на њих отпада 1/3 укупне светске активе.⁶

2. ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ У САД

Први затворени инвестициони фонд у САД *Boston Personal Property Trust* основан је 1894. године а други 1907 под називом „*The Boston Personal Property Trust*“.⁷ У нешто већем броју инвестициони фондови се оснивају у САД средином 1920-их година и то инвестициони фондови затвореног типа који су задржали доминантну позицију све до краја 1930-их година. Први отворени инвестициони фондови (*mutual funds*) основани су у САД 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. Зато је отвореним инвестиционим фондовима, након кризе, било забрањено задуживање путем емитовања обвезница, преференцијалних акција или на било који други начин. Донет је закон о инвестиционим компанијама 1940. године а основана је и Национална асоцијација инвестиционих компанија те интерес за улагање у инвестиционе компаније расте. Коначан опоравак инвестиционих фондова у САД

⁵ *Investment Company Institute, 2009, ICI Fact Book*

⁶ *Izvor :Investment Company Institute, 2009, ICI Fact Book*

⁷ *Jim Mc Whinney, "A Brief History of the Mutual Fund", 5 december 2005, www.investopedia.com/articles/mutualfunds/05/MFhistory.asp*

уследио је тек 60-их година 20. века а у 80-им годинама основани су нови типови фондова.⁸

Прави бум инвестициони фондови доживљавају у 80-им и 90-им годинама двадесетог 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“.

У САД је формирана Државна комисија за хартије од вредности (The Security and Exchange Commision-SEC) која је надлежна за регулисање продаје хартија од вредности и на примарном и на секундарном тржишту деловања берзи, ванберзанског трговања хартијама од вредности, деловања брокера, инвестиционих банака итд. Поред SEC-а у регулисању финансијског тржишта велику улогу има и систем федералних резерви.

Данас инвестиционе компаније представљају једну од најзначајнијих финансијских институција на финансијском тржишту САД са најдинамичнијом стопом раста. Инвестициони фондови САД су водећи на америчком континенту. Они учествују са 88,58% у укупној вредности инвестиционих фондова на овом континенту у 2009. години.⁹

Табела 2

<u>Вредност нето активе отворених инвестиционих фондова у Америци</u>		
<u>у милионима УСД долара у 2009. години</u>		
<u>Држава</u>	<u>УСД \$</u>	<u>%</u>
<u>Аргентина</u>	<u>3949</u>	<u>0.03</u>
<u>Бразил</u>	<u>741994</u>	<u>6.07</u>
<u>Канада</u>	<u>544836</u>	<u>4.46</u>
<u>Чиле</u>	<u>28563</u>	<u>0.23</u>

⁸ Дејан Шошкић, *Хартије од вредности*, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, 2006, стр256

⁹ *Investment Company Institute 2009 ICI Fact Book*

<u>Цоста Рика</u>	<u>1704</u>	<u>0.01</u>
<u>Мексико</u>	<u>68090</u>	<u>0.56</u>
<u>Тринидад и Тобаго</u>	<u>6718</u>	<u>0.05</u>
<u>САД</u>	<u>10832363</u>	<u>88.58</u>
УКУПНО	12228218	100

Извор: Investment Company Institute

На овакав развој инвестиционих фондова утицао је пад каматних стопа банака на штедњу грађана. Више стопе приноса акција и обвезница у односу на штедне депозите, уз релативну сигуност и висок степен ликвидности учинили су инвестиционе фондове најпопуларнијим средством дугорочне штедње. Други моменат је у расту популарности индивидуалних пензионих шема односно њихова симбиоза са инвестиционим фондовима (ИРА). Око 47,3 милиона домаћинстава у САД има пензионе планове ИРА. Њихова нето актива је имала тренд раста до 2007. године да би због светске економске кризе у 2008. години њихова вредност пала за 24% и износила 3.613 милијарди долара.¹⁰

Број инвеститора у инвестиционе фондове обухвата више од 90 милиона људи што значи да свако друго домаћинство инвестира у неки од фондова. Више од 49% домаћинстава у САД има акције у инвестиционим фондовима и 58% од њих је по том основу остварило годишњи приход између 25 000 и 74 999 долара.¹¹

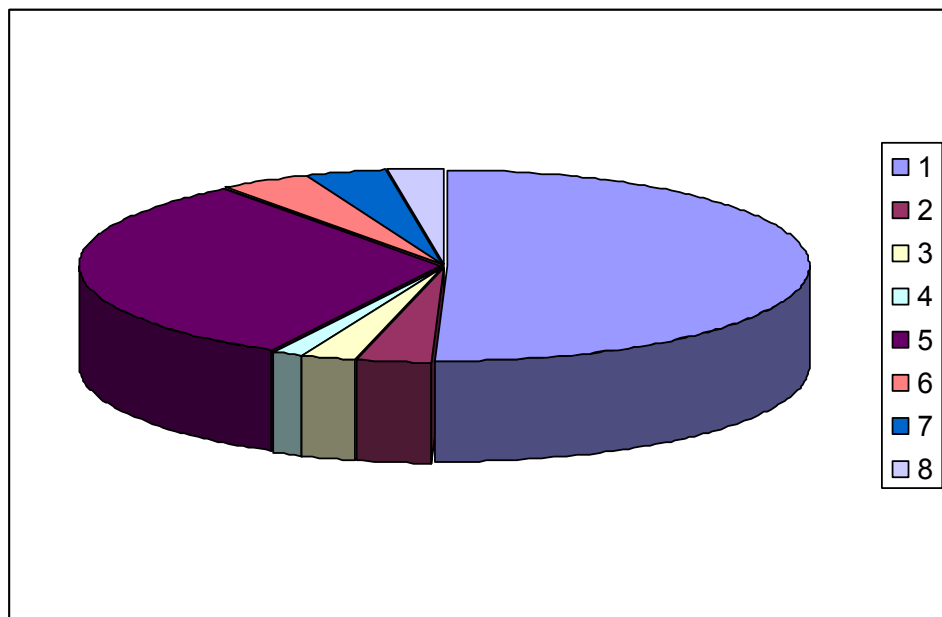
Инвестициони фондови САД су водећи и у односу на остале инвестиционе фондове у свету. Они имају највећу нето активу која учествује са преко 50% у светској вредности инвестиционих фондова.¹²

¹⁰ *Investment Company Institute 2009,ICI Fact Book*

¹¹ *Investment Company Institute 2009,ICI Fact Book*

¹² *EFAMA Investment Company Institute*

Графикон 2. Светски инвестициони фондови према вредности
активе на крају 2008. године



1. САД 50,4%	5. Европа 31,9%
2. Јапан 3,4%	6. Аустралија 4,2%
3. Канада 2,4%	7. Бразил 3,6%
4. Кина 1,4%	8. Други 2,6%

Извор: EFAMA Investment Company Institute

У периоду од 2000. године инвестициони 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. Новчани фондови преузимају примат са највећим обимом aktive. Нето актива хибридниh фондова такође пада а фондова обвезница стагнира.¹³

¹³ *Investment Company Institute, 2009, ICI Fact Book*

Табела 3.Кретање обима активе отворених фондова у милионима УСД долара према врстама инвестиционих фондова у САД

Година	Тотал	Акцијски Фондови	Хибридни фондови	Фондови обвезница	Новчани фондови
2000	6 964 634	3 961 922	346 276	811 188	1 845 248
2001	6 974 913	3 418 163	346 315	925 124	2 285 310
2002	6 383 477	2 662 461	325 493	1 130 448	2 265 075
2003	7 402 420	3 684 162	430 467	1 247 770	2 040 022
2004	8 095 082	4 384 049	519 292	1 290 405	1 901 336
2005	8 891 106	4 939 752	567 304	1 357 229	2 026 822
2006	10 396 508	5 910 542	653 146	1 494 369	2 338 451
2007	11 999 523	6 515 918	718 545	1 679 299	3 085 760
2008	9 601 090	3 704 475	498 689	1 565 682	3 832 244

Извор: *Investment Company Institute, 2008, ICI Fact Book*

Вредност активе отворених инвестиционих фондова износила је 1993. године приближно 2 200 милијарди америчких долара а крајем 1997. године већ 4 712 милијарди америчких долара. Тренд развоја отворених инвестиционих фондова од 1998. године до 2008. приказан је у наредној табели.¹⁴

Табела 4. Кретање обима активе и броја отворених инвестиционих фондова у САД у периоду 1998-2008

Година	Вредност у млрд.\$	Број инв.фондова
1998	5.525,21	7.314
1999	6.846,34	7.791
2000	6.964,63	8.155
2001	6.974,91	8.305
2002	6.390,36	8.244
2003	7.414,40	8.126
2004	8.106,94	8.041
2005	8.904,82	7.975
2006	10.396,51	8.117
2007	11.999,52	8.024
2008	9.601,09	8.022

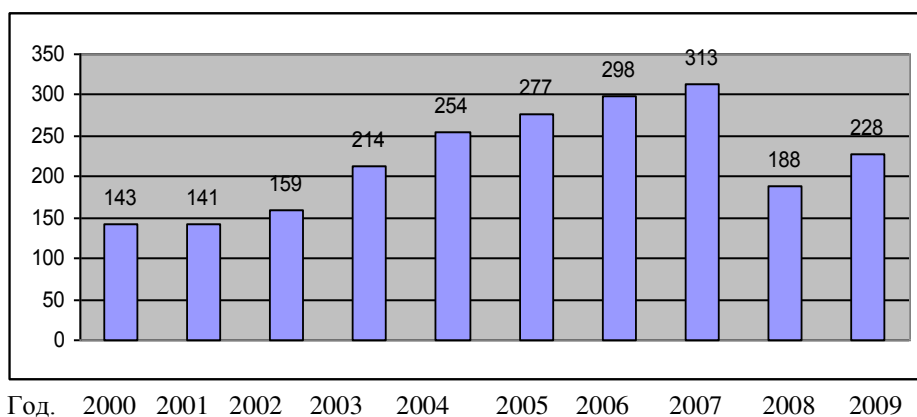
Извор: *Investment Company Institute, Fact Book*

¹⁴ *Investment Company Institute, 2009, ICI Fact Book*

У 2009. години отворени инвестициони фондови у САД су се опоравили те је њихова актива достигла вредност од 10 832 млрд. долара.

Имовина затворених инвестиционих фондова је смањена у 2008. години у односу на претходну годину за 124 809 милиона америчких долара и износила је 187 986 милиона америчких долара. Пад вредности одражава значајне губитке на тржишту капитала у САД и на међународном тржишту капитала. У 2009. години нето имовина затворених инвестиционих фондова је нешто повећана, на 228.174 милиона УСД долара.¹⁵

Графикон 3. Имовина затворених инвестиционих фондова у милијардама долара у периоду 2000 – 2009 година



Извор: *Investment Company Institute, ICI Fact Book*

Фондови обвезница су са највећим уделом у нето имовини затворених инвестиционих фондова. У 2008. години затворени фондови обвезница су чинили 60% активе затворених фондова (домаће опорезиве обвезнице 18%, домаће општинске 36% и међународне 6%) док су у исто време фондови акција учествовали са 40% њихове активе (домаће акције 25% и међународне 15%). И у 2009. години фондови обвезница имају учешће од 60% а фондови акција 40% у укупној нето вредности затворених инвестиционих фондова.

¹⁵ *Investment Company Institute, 2009 ICI Fact Book*

Вредност акцијских фондова показује драстичан пад у 2008. години у односу на претходну, док је пад нето вредности фондова обвезница нешто блажи. У 2009. години долази до опоравка и повећања вредности свих врста затворених фондова што је приказано у наредној табели.¹⁶

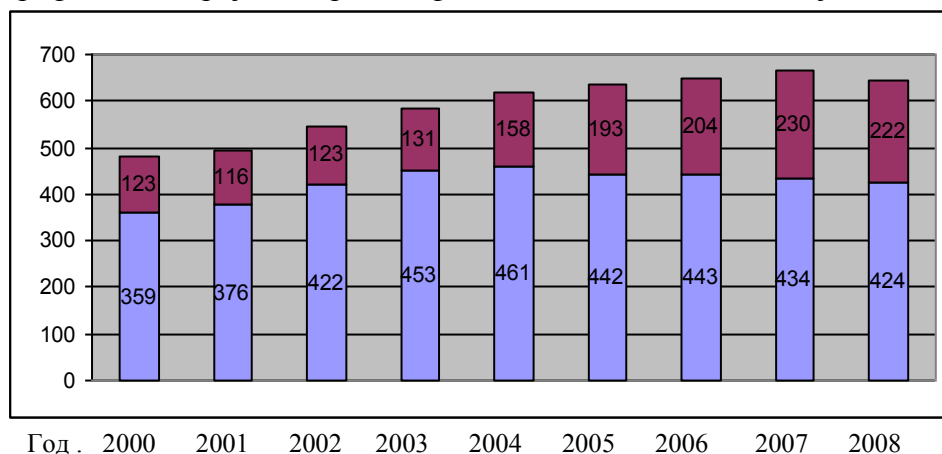
Табела 5. Имовина затворених инвестиционих фондова по типу фонда у милионима УСД долара

	2007	2008	2009
Акцијски фондови	146.174	75.658	92.599
Домаћи	87.569	46.807	53.969
Међународни	58.604	28.851	38.630
Фондови обвезница	166.622	112.328	135.575
Домаћи опорезиви	62.281	33.727	43.973
Домаћи општински	88.659	67.710	77.942
Међународни	15.682	10.891	13.660
Укупно	312.795	187.986	228.174

Извор: *Investment Company Institute, Fact Book*

У 2007. години радило је 664 затворених фондова док их је у 2008. било 646, при чему су фондови обвезница већински. Преглед броја затворених инвестиционих фондова обвезница и акција у периоду од 2000-2008 дат је у следећем графикону.¹⁷

Графикон 4. Број затворених фондова обвезница и акција



Извор: *Investment Company Institute, Fact Book*

¹⁶*Investment Company Institute, 2009 ICI Fact Book*

¹⁷*Investment Company Institute, 2009 ICI Fact Book*

Број затворених фондова обвезница је у читавом периоду знатно већи од затворених фондова акција. Тако у 2008 од укупно 646 фондова 424 су били фондови обвезница а 222 фондови акција.

У наредној табели сагледаћемо тренд развоја свих врста инвестиционих фондова у САД у периоду од 1998. до 2008. године. Примећујемо да све врсте фондова бележе раст нето актива до 2008. када је светска економска криза утицала на битно смањење њихових актива.

Табела 6. Укупна нето актива свих инвестиционих фондова у САД по типу у млрд. доларима у периоду 1998 - 2008

УИТс	Отворени инвестициони фондови		Затворени инвестициони фондови		ЕТФс
	Укупно				
1998	5.525	156	16	94	5.791
1999	6.846	147	34	92	7.119
2000	6.965	143	66	74	7.248
2001	6.975	141	83	49	7.248
2002	6.390	159	102	36	6.687
2003	7.414	214	151	36	7.815
2004	8.107	254	228	37	8.626
2005	8.905	277	301	41	9.524
2006	10.397	298	423	50	11.167
2007	12.000	313	608	53	12.974
2008	9.601	188	531	29	10.349

Извор: *Investment Company Institute*

Иако је дошло до пада нето вредности свих врста инвестиционих фондова у САД у 2008. години они су и даље остали највећи инвестициони фондови на свету. Они су највећи инвеститори на домаћем финансијском тржишту који улажу у америчке компаније, а имају и највећи удео у трговини краткорочним хартијама од вредности.

Многи велики инвестициони фондови врше одређену контролу над руководством компаније. Тако на пример *Fidelity* је највећи акционар у више од 700 компанија у којима поседује акције. *Fidelity* обично има свакодневно добитак од најмање 5% укупне трговине на берзи у

Њујорку.¹⁸ Овај фонд је представио 1981. године свој *Select Portfolio Family* са специфичним портфоиом у шест области. Данас *Fidelity* има 36 секторских фондова, од ваздушног транспорта до комуналних услуга. Инвеститори се могу пребацивати из једног фонда у други без накнаде.

Templeton growth fund је такође врло успешан фонд са стратешким опредељењем велике дисперзије те улаже по читавом свету (САД, Велика Британија, Хонг Конг, Јапан, Холандија, Шведска, Француска, Немачка, Аустрија, Финска, Мексико, Бразил, Какада, Норвешка, Сингапур итд). Управља имовином од око 60 милијарди долара са екипом од око 700 стручњака. „У свету су познати и признати као пионири квантитативне анализе хартија од вредности, где непрестано развијају нове методе и анализе, што је један од основних фактора успеха овог фонда. За период од 45 година вредност улагања инвеститора порасла је 500 пута.“¹⁹

Pioneer fund је један од најуспешнијих фондова на свету. Основан је 1928. године а стратегија фонда је налажење на тржишту потцењених акција предузећа са добрим развојним потенцијалом који остварују профите на дуг рок. Његов капитал је око 20 милијарди \$.

Vanguard Index 500 представља досад највећи инвестициони фонд у историји САД са укупним средствима која премашују 100 милијарди долара. Ово је индексни фонд који копира S&P500 и пословао је у периоду 1988-1992. боље од 90% растућих и приходних фондова.

3. ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ У ЕВРОПИ

Према многим ауторима *Велика Британија* се сматра колевком инвестиционих фондова. У већем броју они се отварају у другој половини 19. века и почетком 20. века

¹⁸ Јово Једнак, Дејан Једнак, *Финансијска тржишта, Висока школа струковних студија, Београд, 2008, Стр.431*

¹⁹ Томислав Брзаковић, *Тржиште капитала - теорија и пракса, Чуруга принт, Београд, 2007, стр 127*

најпре у Шкотској а затим у целој земљи. Од 1860-1875 у Великој Британији је отворено више од 50 инвестиционих фондова затвореног типа. Све више расте интересовање за инвестиционе фондове и долази до праве експанзије у њиховом развоју.

Све до доношења Закона о финансијским услугама 1986. године законски прописи у Великој Британији су били благи и либерални. Доношењем овог закона уведена је обавеза сваког емитента хартија од вредности да презентирају податке о историјату емитента, плановима, финансијске податке, начин емисије хартија од вредности. Исте године донет је и закон о банкарству којим је забрањено банкама да директно учествују у трговини хартијама од вредности. Либернији прописи у односу на остале земље са развијеним финансијским тржиштем и отворен приступ тржишту за стране фирме учинило је ово тржиште привлачним за многе стране корпорације. Велика Британија је дала велики допринос интернационализацији и глобализацији светског финансијског тржишта.

Инвестициони фондови су данас у Великој Британији значајне финансијске институције. Јављају се у два основна облика.²⁰

-Трустови са уделима - *Unit Trust* одговарају типу отворених фондова у САД

-Инвестициони фондови-*Investment Trust* који одговарају типу затворених фондова.

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 хартије од вредности. Они не могу инвестирати више до 10% своје активе у хартије од вредности било ког појединачног емитента.

²⁰ Ерић Дејан, *Финансијска тржишта и инструменти, Виша пословна школа, Београд, 1997, стр.83*

Фондови отвореног типа у Великој Британији су изложени озбиљним регулативама. Од њих се захтева да организациони носиоц фонда и портфолио менаџмент буду међусобно независни. Организациони носиоц фонда мора имати акцијски капитал који је емитован у износу не мањем од 500 000 фунти од којих најмање 250 000 фунти мора бити уплаћено; компанија која управља портфолиом инвестиционог фонда мора поседовати сопствени капитал не мањи од 25 000 фунти; допуштено је инвестирање само у хартије од вредности а при том само 5% вредности активе може бити инвестирано у хартије од вредности које се не котирају на берзи; максимално 5% активе може бити инвестирано у хартије од вредности једног емитента и не може поседовати више од 10% акцијског капитала били ког појединачног емитента. Под овим условима фондови могу да се рекламирају у јавности.²¹

Инвестициони 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 ино компанија.

Француски инвестициони фондови су лидери у Европи заједно са луксембуршким инвестиционим фондовима. На њих отпада преко 55% укупне активе европских инвестиционих фондова. Они нуде најшири дијапазон финансијских продуката и имају најниже марже у Европи.

Инвестициони фондови у Француској су настали тек 60-их година XX века. Први отворени инвестициони фонд основан је 1964. године а први затворени инвестициони фондови 1967. године. Отворени и затворени инвестициони фондови У Француској разликују се од истих у САД. У Француској отворени фондови су акционарска друштва док су затворени инвестициони фондови трустови који место акција имају инвестиционе уделе.

Све до краја 70-их година инвестициони фондови на финансијском тржишту Француске имали су скромну улогу.

²¹ Adams Andrew, *Investment, Graham and Trotman, London, 1989, str.185*

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. године инвестиционим фондовима је дозвољено да користе фјучерсе и опције. Коначно доношењем новог закона о инвестиционим фондовима 1988. године створен је амбијент који је довео до убрзаног развоја инвестиционих фондова. Наведени закон је 1989. године употпуњен подзаконским регулативама које су хармонизовале начин оснивања и пословања различитих врста инвестиционих фондова и омогућиле да се затворени фондови котирају на берзи.²²

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 инвестициони 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. У првих пет година овај фонд има портфолио састављен од око 15 компанија које нису котиране на берзи. Током последње две године пословања фонд ће њихове акције продавати. На крају седме године укупно власништво фонда мора бити трансферисано у готовину. Њима управљају специјализоване тзв. “*garant*” менаџмент компаније које управљају најчешће са више

²² Данијела Вукајловић Грба, *Инвестициони фондови-страна искуства и домаће могућности*, Централна банка Ц.Горе, Подгорица, 2007, стр.181

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 инвестициони фондови у Француској настали тек 1981. године данас портфолио инвестиционих фондова тржишта новца чине сви познати инструменти тржишта новца као и инструменти хеџинга од ризика. Инвестициони фондови тржишта новца и краткорочних хартија од вредности су водећи у француској индустрији инвестиционих фондова.

Важна карактеристика француских инвестиционих фондова је и њихова велика повезаност са банкама. Банке управљају њима и продају њихове акције уз веома ниске марже. „Зато су улазне и излазне марже, конкретно код отворених фондова у Француској, најниже у Европи. Поред тога банке нуде и широк дијапазон услуга њиховим клијентима које им омогућавају да инвестирају у фондове, чиме саме банке спречавају губитак клијената и одливање њихових финансијских средстава. Тако је до 1989. године акције и инвестиционе јединице фондова било могуће купити само у банкама, а клијенту једне банке нуђене су на продају само акције фонда или фондова којима управља та банка.“²³

Први инвестициони фонд *Zickert sche Kapitalverein* у Немачкој је основан 1923. године и био је затвореног типа. У Немачкој данас постоје две врсте фондова:²⁴

- Јавни фондови који обављају послове са великим бројем субјеката. Они могу бити:

- а) јавни фондови који инвестирају у обвезнице
- б) јавни фондови који инвестирају у акције.

²³ Данијела Вукајловић Грба, Инвестициони фондови-страна искуства и домаће могућности, Централна банка Ц.Горе, Подгорица, 2007, стр.186

²⁴ Дејан Ерић, Финансијска тржишта и инструменти, Виша пословна школа, Београд, 1997, стр.83

Јавни фондови који инвестирају у обвезнице су углавном оријентисани ка инвестирању у краткорочне инструменте тржишта новца. Отуда у Немачкој никада нису постали популарни фондови тржишта новца.

- Приватни фондови или специјални фондови који раде са осигуравајућим друштвима и пензионим фондовима.

У групацији западноевропских земаља највећу стопу раста инвестициони фондови су постигли у Немачкој, Италији и Француској. Међутим 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.

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.

Према подацима *Investment Company Institute* укупна актива отворених инвестиционих фондова у Европи крајем 2006. године износила је 7 803 милијарде УСД долара. Наредне 2007. године актива инвестиционих фондова достиже максималних 8 934 милијарди УСД долара. Светска економска криза је негативно утицала на европске инвестиционе фондове те је њихова актива крајем 2008. пала на 6 288 милијарди УСД долара.²⁵

У 2009. години инвестициони фондови у Европи су се опоравили. Њихова имовина је повећана за 18,7% у 2009. у односу на 2008. годину и достигла вредност од 7 465 милијарди долара. 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

²⁵ Извор: www.efama.org

фондове. Повећано је инвестирање средстава изван граница Европе посебно у Азију.²⁶

Међу европским инвестиционим фондовима највеће учешће у укупној нето активи имају фондови из Луксембурга, затим из Француске, Ирске, Велике Британије.

Табела 7

<u>Вредност нето активе отворених инвестиционих фондова у Европи</u>		
<u>у милионима УСД долара у 2009. години</u>		
<u>Држава</u>	<u>УСД \$</u>	<u>%</u>
<u>Аустрија</u>	<u>100479</u>	<u>1.35</u>
<u>Белгија</u>	<u>106437</u>	<u>1.43</u>
<u>Бугарска</u>	<u>249</u>	<u>0.00</u>
<u>Чешка</u>	<u>5578</u>	<u>0.07</u>
<u>Данска</u>	<u>80226</u>	<u>1.07</u>
<u>Финска</u>	<u>64040</u>	<u>0.86</u>
<u>Француска</u>	<u>1851029</u>	<u>24.80</u>
<u>Немачка</u>	<u>312840</u>	<u>4.19</u>
<u>Грчка</u>	<u>13636</u>	<u>0.18</u>
<u>Мађарска</u>	<u>10529</u>	<u>0.14</u>
<u>Ирска</u>	<u>834207</u>	<u>11.17</u>
<u>Италија</u>	<u>284367</u>	<u>3.81</u>
<u>Лихенштајн</u>	<u>28977</u>	<u>0.39</u>
<u>Луксембург</u>	<u>2238943</u>	<u>29.99</u>
<u>Холандија</u>	<u>93862</u>	<u>1.26</u>
<u>Норвешка</u>	<u>64231</u>	<u>0.86</u>
<u>Пољска</u>	<u>21787</u>	<u>0.29</u>
<u>Португал</u>	<u>15331</u>	<u>0.21</u>
<u>Румунија</u>	<u>868</u>	<u>0.01</u>
<u>Русија</u>	<u>2953</u>	<u>0.04</u>
<u>Словачка</u>	<u>4022</u>	<u>0.05</u>
<u>Словенија</u>	<u>2586</u>	<u>0.03</u>
<u>Шпанија</u>	<u>275650</u>	<u>3.69</u>
<u>Шведска</u>	<u>156836</u>	<u>2.10</u>
<u>Швајцарска</u>	<u>172778</u>	<u>2.31</u>
<u>Турска</u>	<u>20029</u>	<u>0.27</u>
<u>Велика Британија</u>	<u>702859</u>	<u>9.41</u>
<u>У К У П Н О</u>	<u>7465328</u>	<u>100.00</u>

Извор: www.efama.org

²⁶ Извор: www.efama.org

Као и у свету и у Европи су заступљенији отворени („ucits”) фондови од осталих врста фондова . У наредној табели је приказан однос нето вредности актива „ucits“ фондова и оних који нису „ucits“:

Табела 8. Вредност aktive инвестиционих фондова у Европи у млрд. ЕУР

	2007	%	2008	%
Ucits	6.160	77,89	4.323	74,42
Non ucits	1.749	22,11	1.486	25,58
Total	7.909	100,00	5.809	100,00

Извор: www.efama.org

Највећи удео нето вредности aktive отворених фондова чине они који инвестирају у акције, а затим они који инвестирају у обвезнице а након тога инвестициони фондови тржишта новца.

Тржиште новца и капитала у замљама ЕУ постала су дубља и ликвиднија увођењем евра. То је имало за последицу увећан значај финансирања преко тржишта наспрам финансирању преко банака. Овај процес са почетка овог века познат је као прелаз са банкарско оријентисаног - *bank based* на тржишно оријентисани - *market based* финансијски систем. 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. Банке су реаговале на новонасталу ситуацију те су институционални инвеститори укључени унутар банкарског конзорцијума у већини земаља Европске уније. Данас међу развијеним земљама неке су и даље са доминантним банкарским системом где спадају Немачка, Италија, Јапан, Француска. Насупрот њима су развијене земље са тржишно оријентисаним финансијским системом где спадају Велика Британија, САД и Канада.

ЗАКЉУЧАК

Финансирање привредног развоја у последњим деценијама је предмет најширег интересовања, како на нивоу појединих земаља тако и на међународном нивоу. Велику улогу у привредном развоју заузима финансијски систем, који знатно може да утиче на генерисање растућих приноса у националној економији. Дакле, постоји чврста веза између финансијског и привредног развоја у свакој националној економији. Важну улогу у процесу финансијског развоја имају финансијске институције, међу којима инвестициони фондови заузимају све значајнију позицију.

Појава инвестиционих фондова има утицај на величину и структуру тржишта капитала. Они доприносе свеукупној ефикасности привреде. Инвестициони фондови снажно утичу на банкарски сектор. Конкуренција како на страни мобилисања штедње тако и на страни пласирања средстава ослабила је монополску позицију банака и утицала позитивно на понуду банкарских услуга. Доказало се још једном да јачање конкуренције међу финансијским институцијама води ка повећању ефикасности финансијског посредовања, што даље убрзава процес привредног развоја.

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. Иако немају тако динамичну стопу раста у Европи, ипак и на овом финансијском тржишту инвестициони фондови остварују континуирани успон. Уочљиво је да учешће инвестиционих фондова прати ниво развоја привреде. У привредама са развијенијим финансијским тржиштем егзистирају снажни инвестициони фондови, прави финансијски дивови.

Добијени закључци о позитивном утицају инвестиционих фондова на привредни развој развијених земаља, треба да буду драгоцено сазнање за земље у развоју. Развојем инвестиционих фондова у овим земљама убрзао би се њихов привредни развој и општи економски просперитет. Иако су