

*Љубица Николић,  
доцент, Правни факултет, Ниш*

## **Заштита инвеститора и очекивани Закон о инвестиционим фондовима**

### **Уводне напомене**

У таласу укупних законодавних реформи који је у току, чини се да инвеститори имају осећај недовољне правне сигурности. Са последњом променом владајуће политичке структуре настала је жива активност у области законодавног регулisaња, али и одређена несигурност, у условима очекивања нових закона. Неизвесност и ризик пословања у неизграђеном тржишном систему, уз појачану конкурентску утакмицу везану за отварање наше привреде, појачавају и континуиране промене законског амбијента. Промене су наравно неминовност, време такође није наш савезник, а директиве међународног окружења додатно отежавају промене. У свему томе треба одредити приоритете и синхронизовати активности креатора привредног законодавства, како се не би поновила пракса колизије повезаних одредби у појединим законима. Како је времена све мање, а нестрпљење све веће, можда би требало кренути од идеје да и у ранијим законима није било само лоших решења. Још већи проблем је био непоштовање закона и неефикасност правосудног система. Исправљање уочених пропуста у постојећим законима је можда ефикаснији и бржи пут реформи, од стварања потпуно нових и по сваку цену другачијих решења. У том контексту можемо поменути очекивану промену Закона о предузећима и Закона о Народној банци Југославије, где промена релативно малог броја одредби може омогућити креирање савремених, и на стандардима Европске уније заснованих, закона.

Идеја да у раду говорим о закону који се тек очекује, инспирисана је нашом дугогодишњом праксом да су стручни скупови овакве врсте, уназад годинама, били базирани на критици позитивног законодавства и да апели стручне јавности нису имали скоро никакве ефекте. Када се закони донесу, и у пракси покажу пропусти, онда је потребно много времена за њихово отклањање. Унапред говорити о будућим законским решењима, а при том имати и привилегију да то допре до писца закона, можда представља идеју како убудуће организовати стручне креативне критике. То наравно не значи да се треба одрећи критичког анализирања усвојених нормативних решења.

Колико нам је познато, рад на Закону о инвестиционим фондовима је у току. Реч је о закону који треба да омогући формирање нових финансијских институција, којих код нас до сада није било. Са друге стране, инвестициони фондови имају дугу традицију и показују позитивне резултате у развијеним али и у земљама у транзицији. Један овакав закон, што је могуће пре, мора бити део нашег привредног законодавства. С обзиром да је реч о новим финансијским институцијама, а да постојеће уливају недовољно поверење, до скора никакво, треба опрезно приступити формулисању будућег текста закона и улисти поверење потенцијалним инвеститорима у ове фондове. Пословање хартијама од вредности је недовољно коришћена алтернатива инвестирања на нашим просторима, због чега расположиви финансијски капитал одлази у традиционално познате пласмане. Пружити домаћим инвеститорима могућност за колективно инвестирање, руковођено професионалним менаџерима, је нешто што може покренути савремени вид пласмана капитала куповином хартија од вредности. У наставку текста указујемо на поједина питања о којима ваља водити рачуна у конструисању будућег Закона о инвестиционим фондовима, у циљу да се код потенцијалних инвеститора створи осећај сигурности и подстицај да користе предности овог облика пласмана новчаног капитала. Коришћење богатог искуства и законских решења у вези инвестиционих фондова у другим земљама је сигурно корисно, али се приликом законског нормирања не смеју превидети специфичности и стање домаће привреде.

### **Значај инвестиционих фондова**

На развијеним финансијским тржиштима, инвеститори имају две алтернативе пласмана капитала путем: директног или индиректног инвестирања. Индиректно инвестирање подразумева куповину докумената о уделу или акција инвестиционих фондова, у зависности од врсте фонда, који располажу одређеним портфељом хартија од вредности. Куповина акција (удела) фонда може се вршити за новац или хартије од вредности. *Инвестициони фондови* су финансијске институције организоване са намером да инвестирају у хартије од вредности различитих емитената у корист својих акционара. Продајући своје акције (уделе) заинтересованим инвеститорима, фонд долази до капитала који инвестира у одговарајући портфељ хартија од вредности, а у циљу његовог повећања у корист својих акционара. Инве-

стициони фондови пружају финансијске услуге посредујући између инвеститора и емитената хартија од вредности. Формирање и управљање портфељом фонда врши се од стране професионалних менаџера, чиме се подстиче развој тржишта хартија од вредности. Тамо где је овај вид инвестирања развијен, постоје бројни фондови који нуде различите приносе и ризике. Фондови се разликују према својој склоности ка капиталним добитима, тренутним приходима од инструмената тржишта новца или капитала, као и према приходима ослобођених пореза.

Инвестициони фондови су постали популарни 80-тих година а временом су добијали на значају. Посебно су атрактивни за мале инвеститоре. Овај вид колективног инвестирања све је више заступљен и у земљама у транзицији. Емисијом и продајом својих акција (удела) инвестициони фондови обезбеђују мобилизацију уситњене дислоциране штедње и обезбеђују њихов профитабилни пласман инвестирањем у хартије од вредности различитих емитената. Купци акција или докумената о уделу у инвестиционом фонду, постају власници дела капитала фонда, који је садржан у портфељу хартија од вредности, са правом на одређени проценат остварених дивиденди, камата и капиталних добитака. Акционари носе део трошкова пословања инвестиционог фонда. На овај начин, смањује се индивидуални ризик инвестирања, с обзиром да се у портфељу фонда налазе хартије од вредности различитог степена ризичности, који се тешко може постићи индивидуалним инвестирањем, пре свега због недостатка капитала. Управљање индивидуалним капиталом препушта се професионалним менаџерима фонда. Користећи капитал бројних инвеститора, инвестициони фондови могу формирати широко диверзификовани портфељ. Дакле, основне предности пласмана новчаног капитала преко инвестиционих фондова су: смањење ризика диверзификацијом и повећање приноса на основу инвестицијског искуства и услуга професионалних менаџера фондова.

Основна подела инвестиционих фондова је на отворене и затворене фондове. *Отворени инвестициони фондови (Open-End Investment Companies, Mutual Funds)* континуирано издају и продају документе о уделу и имају обавезу њиховог откупа на захтев власника. Њихов капитал се стално мења емитовањем нових докумената о уделу, онолико колики су захтеви инвеститора, и откупом претходно емитованих. То су најпопуларнији инвестициони фондови на развијеним тржиштима. *Затворени инвестициони фондови (Closed-End Investment Companies)* емитују ограничен број акција којима се тргује на тржишту. Затворени фондови не врше откуп својих емитованих акција. Акционари затворених фондова могу понудити своје акције другим инвеститорима и немају право на њихов откуп од стране фонда. Затворени инвестициони фондови су акционарска друштва, док се ређе јављају као друштва са ограниченом одговорношћу.

*Разлика између отворених и затворених фондова.* На развијеним тржиштима, отворени фондови су имали више успеха у привлачењу штедње у односу на затворене фондове. Са друге стране, затворени фондови су слободнији у вођењу инвестиционе политике, у односу на отворене фондове, јер послују као класична предузећа. Инвестиционе активности отворених фондова лимитиране су одређе-

ним правним ограничењима, у вези тога шта се сматра исправном инвестицијом. Отворени фонд који лоше послује и не испуњава очекивања инвеститора, суочиће се са проблемом откупа и тиме смањења величине фонда, чиме се врши притисак на менаџере да промене пословну политику. Код затворених фондова, незадовољни акционари не врше тако директан притисак на менаџере. Они могу само понудити своје акције на тржишту. Менаџери затвореног фонда послују без притиска смањења капитала фонда.<sup>1)</sup>

Законска ограничења у вези инвестирања средстава фондова могу бити утврђена и за отворене и за затворене инвестиционе фондове. Што је боља алтернатива за домаће уређење ове области, имајући у виду нестабилност и неразвијеност домаћег тржишта, а посебно недовољно поверење домаћих инвеститора у финансијске институције.

### Опште напомене

Законски оквир за оснивање инвестиционих фондова мора бити постављен тако да максимално штити интересе индивидуалних инвеститора. Једино се тако може обезбедити полазна основа за функционисање нових финансијских институција од поверења, што није ни мало лако у условима резерве инвеститора према постојећим финансијским институцијама. Зато рад на тексту будућег Закона о инвестиционим фондовима не треба да буде исхитрен али ни превише пролонгиран. У сваком случају, све одредбе морају бити усмерене ка обезбеђивању сигурности инвеститора. Инвестициони фондови на овим просторима могу бити добра инвестициона алтернатива, само уколико добро осмишљен будући закон буде праћен и другим променама на укупном финансијском тржишту и правосудном систему.

Предност ових нових финансијских институција је управо то што су то нове институције на нашем тржишту, које нису имале могућност да буду компромитоване, а са друге стране је позитивно искуство пословања ових фондова у развијеним земљама и земљама у развоју. Оваква прилика не би требало да буде пропуштена. То подразумева да од почетка имамо квалитетан Закон о инвестиционим фондовима, а не онај чији би се недостаци испољили на самом старту његове примене, професионалне менаџере, као и подизање процедуралне и правосудне ефикасности. Ипак, основни је предуслов квалитетан Закон о инвестиционим фондовима који не треба да буде предмет промена пре него што доживи пуну практичну примену.

У многим земљама у транзицији посебни инвестициони фондови су имали значајну улогу у процесу приватизације. Реч је о такозваним *приватизационим инвестиционим фондовима*, као фондовима посебне врсте. Приватизациони инвестициони фондови се оснивају ради јавног прикупљања ваучера (приватизационих ку-

1. Шире о значају инвестиционих фондова видети: Љубица Николић, *Инвестициони фондови – атрактивна инвестициона алтернатива*, Правни живот бр. 11, Београд, 2001. год., Том III, стр. 205-218.

пона), њихове замене за приватизационе акције и ради даљег улагања тих акција. Акције приватизационог инвестиционог фонда купују се искључиво ваучерима, а касније се ваучери мењају за приватизационе акције. На уложене акције у портфељ фонда (акције приватизованих предузећа) углавном се не исплаћује дивиденда. Зато приватизациони фонд продаје акције приватизованих предузећа из портфеља, и одатле плаћа: дивиденде акционарима фонда, покрива трошкове фонда и купује хартије од вредности других емитената. Ови фондови су привременог карактера а након одређеног периода могу наставити са пословањем као класични затворени инвестициони фондови, на основу одобрења Комисије за хартије од вредности. С обзиром на то да наш Закон о приватизацији<sup>2)</sup> не предвиђа ваучере, то приватизациони инвестициони фондови не могу имати ону улогу какву су имали у другим земљама транзиције. Но и поред тога што приватизациони инвестициони фондови, највероватније, неће бити предмет регулисања у нашем закону, треба омогућити да акције стечене у процесу приватизације буду предмет улагања у класичне инвестиционе фондове. Односно, решити питање вредновања акција стечених у приватизацији и омогућити да се њима могу уплатити акције инвестиционих фондова.

Питање оснивања и пословања инвестиционих фондова различито је регулисано између земаља, као и чланица Европске уније. У циљу усклађивања регулативе у вези колективног улагања у хартије од вредности, децембра 1985. године Министарски савет ЕУ донео је Директиву о координацији правила у вези овог вида инвестирања. Решења у овој директиви морају бити узета у обзир и приликом писања текста будућег Закона о инвестиционим фондовима. Генерална оцена закона о инвестиционим фондовима је да спада у ред строгих закона, имајући у виду услове за оснивање инвестиционих фондова (висок оснивачки капитал, дозвола надлежног државног органа и сл.), строге критеријуме за депозитаре и менаџере, строгу контролу, законска ограничења улагања средстава фонда у циљу смањења ризика (према директиви ЕУ до 5% вредности фонда може бити уложено у хартије од вредности једног емитента, у државне хартије од вредности до 35%), јавност рада (извештаји о пословању) и друго. Сви поменути захтеви имају за циљ заштиту интереса инвеститора.

Будући закон о инвестиционим фондовима треба да омогући оснивање професионалног друштва за управљање фондовима, строгу контролу пословања друштва и фондова, као и законска ограничења улагања средстава фонда. Домаћим потенцијалним инвеститорима треба омогућити да у инвестиционе фондове могу уложити и новац и хартије од вредности.

---

2. "Службени гласник РС" бр. 38/2001.

## Нека потенцијална решења у Закону о инвестиционим фондовима

У овом поднаслову указујемо на нека оквирна решења која могу обезбедити сигурност инвестирања преко инвестиционих фондова, без претензије да се понуде готова решења и без улажења у детаље.

Закон о инвестиционим фондовима прописује услове за оснивање инвестиционих фондова и друштва за управљање инвестиционим фондовима (инвестициона саветодавна фирма, менаџмент компанија, инвестициона компанија), као и начин њиховог деловања. У будућем закону треба омогућити оснивање два облика фонда: отвореног и затвореног фонда. Инвестициони фондови могу настати на уговорној и корпоративној основи. Уговорна форма је присутна у Немачкој и Британији, и њихови инвестициони фондови немају својство правног лица. Корпоративна форма се користи у САД и њихови фондови су акционарска друштва. У неким земљама се јављају обе форме (Француска, Хрватска). Обично се отворени фонд дефинише као посебна имовина без својства правног лица, у коме власници поседују документе о уделу у фонду. Негде су акционарска друштва (САД). Даљу анализу вршимо према првом решењу. Док је затворени фонд акционарско друштво (ређе друштво са ограниченом одговорношћу) чији власници поседују акције фонда. Овакво решење се претпоставља у наставку текста.

На основу прикупљених средстава инвеститора, *отворени фонд* издаје документа о уделу у фонду чиме инвеститори постају власници фонда. Власници документа о уделу отвореног фонда имају право да у свако доба захтевају исплату свог удела, уз повраћај документа, чиме практично иступају из фонда. Власници удела у отвореном фонду имају право на сразмерни део добити фонда. Они су власници сразмерног дела имовине фонда. *Затворени фонд* прикупља новчана средства и имовинске ствари продајом својих неограничено преносивих акција, и тако прикупљена средства својих акционара даље улаже. Омогућавањем куповине акција затвореног фонда новчаним средствима, хартијама од вредности и правима омогућило би се проширење круга потенцијалних инвеститора у ове фондове. Посебно је атрактивно инвестирање хартијама од вредности, чиме се стимулише њихов промет. Упис и уплата акција врши се код депозитне банке. Преко ње се врши и исплата добити акционарима затвореног фонда. Депозитну банку бира друштво за управљање фондовима, уз одобрење Комисије за хартије од вредности.

Оснивање фонда треба да буде условљено добијањем одобрења од Савезне комисије за хартије од вредности. Инвестициони фонд јавном понудом прикупља новчана и имовинска средства, на основу чега издаје документе о уделу у фонду или акције. Тако прикупљена средства пласирају се у интересу инвеститора, уз поштовање начела сигурности, профитабилности, ликвидности и дисперзије ризика. Средства фонда могу бити улагана у хартије од вредности, у депозите финансијских институција и непокретности. Фондом управља друштво али њихове имовине морају бити одвојене. Тиме се остварује заштита интереса инвеститора у смислу спречавања проневере њихових средстава, односно гаранција да њихова сред-

ства остају у фонду. Имовину фонда могу чинити преносиве хартије од вредности, новчани депозити и непокретности. Инвестиционе фондове оснива и њима управља друштво за управљање фондовима, на основу одобрења Комисије за хартије од вредности.

*Свакипутем* фонда треба прецизирати односе друштва и власника фонда. Одобравање статута фонда, што је услов за оснивање фонда, врши Комисија за хартије од вредности на основу процене усклађености статута са важећим законом и заштите интереса власника фонда. О заштити интереса инвеститора комисија процењује на основу продајног проспекта фонда у коме се потенцијални инвеститори обавештавају о потенцијалним ризицима везаних за куповину хартија од вредности тог фонда. Статут фонда треба да садржи податке о: инвестирању средстава фонда (да ли се може инвестирати у хартије од вредности и/или непокретности); начелима и границама инвестирања фонда, одређивању максималног дела средстава фонда који се може држати у депозитима, начину обрачуна и надокнади трошкова друштву за управљање фондом и другим лицима, као и учећу власника у трошковима фонда; пружању информација о пословању фонда; расподели добити фонда и могућности реинвестирања и слично. Након одобрења, статут фонда треба да буде стављен на увид јавности.

Приликом јавне понуде за куповину хартија до вредности фонда, потенцијални инвеститори морају бити обавештени о томе шта фонд нуди и какве ризике такво инвестирање са собом повлачи. У том циљу треба користити *проспект*, чији је саставни део и одобрени статут фонда. На основу података из проспекта потенцијални инвеститори добијају детаљне информације о фонду и друштву за управљање, о томе где се хартије од вредности фонда могу купити и који су потенцијални приноси и ризици улагања у фонд.

У циљу заштите инвеститора, неопходно је осигурати редовно *информисање* о пословању фондова. Ту обавезу би имала друштва за све фондове којима управљају. На основу финансијских извештаја инвеститори могу да добију информације о стању, развоју и резултатима фонда. Финансијске извештаје проверава овлашћени ревизор а након тога се достављају Комисији за хартије од вредности. Објављивањем финансијских извештаја о пословању фондова омогућава се транспарентност њиховог пословања, заштита постојећих власника и стимулисање потенцијалних инвеститора.

Закони о инвестиционим фондовима често садрже и одредбе у вези *ограничења улагања* средстава фонда, све у циљу смањења ризика инвестирања. Таква ограничења се, рецимо, односе на лимитирање инвестирања у хартије од вредности једног емитента до 5% вредности фонда или 10%. То обично не важи у случају државних хартија од вредности, које се сматрају високо сигурним. Ограничења се односе и на прецизирање тржишта на којима се могу куповати хартије од вредности, обично се помињу само организована тржишта или се омогућава инвестирање лимитираног износа средстава и у хартије од вредности које се не котирају на некој берзи. Такође се прецизира улагање у непокретности и држање новчаних де-

позита. Оваквим решењима смањује се ризик пласмана средстава инвеститора. Обезбеђење пласмана капитала фонда у профитабилне пројекте и смањење ризика инвестирања је нешто што инвеститорима мора бити понуђено у тексту будућег Закона о инвестиционим фондовима.

У условима развијеног финансијског тржишта, процена *вредности имовине фонда* је нешто што се врши свакодневно. Обично депозитна банка сваког радног дана утврђује вредност имовине фонда, на основу тренутних тржишних цена хартија од вредности у портфелу фонда, депозита фонда у финансијским институцијама и вредности остале имовине, уз одбитак обавеза. И ове процене треба објавити. Утврђивањем обавезе друштва за управљање да објављује: проспекат заједно са статутом, финансијске извештаје, цене издавања и откупа потврда о уделу, вредност фонда и сл., омогућава се континуирана провера исплативости инвестирања у фонд.

*Друштво за управљање фондовима* (менаџмент компанија) јавља се у облику акционарског друштва или друштва са ограниченом одговорношћу, чији је предмет пословања оснивање инвестиционих фондова и управљање њима. На ово друштво се примењује Закон о предузећима ако нема посебног закона. Акционари су друга друштва капитала. Уплата акција друштва за управљање врши се само у новцу, минимални капитал је изузетно висок, уз омогућавање улагања и страног капитала. Оснива се дозволом надлежног државног органа. Друштво закључује уговор са депозитаром у вези чувања хартија од вредности фонда, одлучује о улагањима, издавању нових акција (удела), подели добити, подноси извештаје акционарима и државним органима. Наступа као комисионар или пуномоћник. Друштво улаже новчана средства фонда у корист власника и управља тим средствима. Једно друштво може управљати са више инвестиционих фондова. Оснивање друштва треба вршити на основу одобрења Комисије за хартије од вредности. Услови за оснивање друштва треба да буду строги и остварљиви у домаћим условима. Основни капитал неопходан за почетак рада друштва, стручни кадрови за управљање друштвом и одговарајући статут, представљају основне услове оснивања друштва. Уколико основано друштво временом дође у ситуацију да не може више испуњавати законске услове, Комисија за хартије од вредности има право да друштву забрани даље пословање.

Посебно је важно лимитирати рок у коме Комисија за хартије од вредности одлучује о захтевима за оснивање друштава и инвестиционих фондова. У случају прекорачења законских рокова ваља сматрати да је донета позитивна одлука. Оваквим решењем се спречава спорост у одлучивању Комисије за хартије од вредности. Она треба да врши контролу пословања инвестиционих фондова и друштава за управљање фондовима.

Пословање друштва мора бити искључиво у интересу власника фондова, и то мора бити законска обавеза. У оквиру права располагања имовином фондова којима управља, треба забранити друштву да одобрава зајмове на рачун имовине фондова као и да се јавља као гарант у уговорним обавезама, имовина фондова не

---

би се смела залагати или оптеретити на други начин. Друштво наступа у властито име и за рачун власника докумената о уделу у отвореном фонду, и у име и за рачун акционара затвореног фонда. Друштво одговара целом својом имовином за склопљене правне послове. Трошкови управљања фондом подмирују се из имовине фонда и морају бити таксативно наведени, укључујући и накнаду за управљање која припада друштву. Законом треба утврдити обавезу да трошкови у вези управљања инвестиционим фондовима морају бити појединачно наведени у статуту фонда. Обично се законом одређује и максимални износ, од укупне вредности имовине фонда, који се може издвојити за одређене трошкове.

*Депозитна банка* може обављати бројне послове за рачун фондова, од уплата акција и удела у фонду, издавања докумената о уделу, узимања назад и исплаћивања власника, исплаћивања удела у добити, утврђивања вредности појединих удела у фонду, извршавања налога друштва и сл. Њена овлашћења зависе од уговора који закључује са друштвом за управљање фондовима. С обзиром на стање нашег банкарског система, избору депозитне банке треба приступити опрезно. То мора бити банка од поверења. Зато избор депозитне банке мора одобрити Комисија за хартије од вредности.