

*Др Добросав Миловановић,  
Председник комисије за хартије од вредности, Београд*

## Регулација инвестиционих фондова

### Резиме

Опшорено ипржииије каишпала, у иправилној комбинацији са кредитином актиивношћу, може одиграии једну од кључних улога у ипроцесу јачања конкуренције наших ипривредних субјекатиа. Обједињавањем новца већег броја инвестиципора, фондови ипружају знаино већу кушовну моћ и обезбеђују диверсификацију ризика. Уз то, ипрофесионални менаџери подешавају инвестициони портпфел у иправцу оспварења најбољих моћућих иперформанси. Инвестициони фондови су део инфраспруктури који у нашој земљи још није иправно уређен. Доношење Закона о инвестиционим фондовима би омоћућило и домаћим инвестиципорима да на равноиправан начин конкуришу спраним инвестиционим фондовима, од којих су неки заузели веома значајно меспко у спраиешким гранама наше ипривреде.

Неоипходно је да законодавац уреди да ли се јединице учешћа опшореног, односно акције заипвореног фонда, моћу кушовати искључиво јавно иприкућљеним новчаним средспвима или је то моћуће чиниши и акцијама (иприваипизованих) компанија. Такође, ипробало би уредиши или спвориши основ Комисији за хартије од вредности да ипрецизира вршие и квалииеш хартија од вредности и, евенипуално, неке друге вршие улаћања у које се моћу улаћаиши иприкућљена новчана средспва. Узези са шим, неоипходно је обезбедиши поузданоси улаћања инвестиционих фондова, шипо је ипредуслов спипцања и одржавања иповерења улаћача и испиовремено, омоћућиши инвестиционим фондовима да у ипренуипно иосипојећим условима, где нема ипревише „ипозданих и квалииешних“ хартија од вредности, у ипипиуносии иласирају иприкућљена средспва у складу са иправилима која их оба-

*везују. Такође, потребни су правној стандарди, у смислу ограничења обима улагања у одређене врсте инвестиција. Имајући у виду наслеђе у виду низа финансијских превара, свих концепата домаћих инвестиционих фондова у највећој мери зависи од успешности реализације принципа заштитне улагача.*

**Кључне речи:** *правни капацитети, инвестициони фондови, правној стандарди, Комисија за хартије од вредности.*

Потпуним враћањем наше земље у међународне привредне и финансијске токове, стварају се предуслови за убрзани развој кроз коришћење упоредних предности које поседујемо. Ипак, неопходно је имати у виду да је наше одсуство у претходном периоду оставило низ негативних последица у економској сфери. Поред тога, окружење у коме се налазимо битно је напредовало (нарочито земље у региону Централне и Источне Европе). На нашем примеру се показало да, у времену убрзаног технолошког и научног напретка крајем 20. и почетком 21. века, заостајање током једне деценије има знатно веће последице од исте појаве у ранијим периодима људске историје. Стога је, у циљу достизања међународних стандарда у сфери економије неопходно предузети низ складних мера економске, фискалне и монетарне политике, које би биле праћене адекватном регулативом. Од започињања реформи учињени су одређени помаци на овом плану, али је преостало низ активности које ће створити политички и правно сигурно и економски профитабилно окружење за инвестирање и кредитирање привредне делатности. Дато окружење би требало да омогући финансирање привредне делатности под условима који се могу оценити примереним у међународним финансијским токовима. Тиме би се створили и предуслови за убрзану обнову опреме и увођење модерних технологија, што је предуслов успешног конкурисања на светском тржишту.

У области кредитирања учињени су значајни кораци усвајањем Закона о финансијском лизингу, који је оцењен најбољим у региону,<sup>1)</sup> Закона о залози на покретним стварима, за чију је примену неопходно усвојити и закон који уређује регистрацију дате врсте заложног права и пред чијим се усвајањем налазимо, израђена је радна верзија Закона о хипотеци. На овај начин, све више се превазилази ранији концепт који је превасходно штитио дужника и повећава се правна сигурност кредитора, као и ефикасност заштите његових потраживања.

У области инвестирања, Закон о страним улагањима, Закон о концесијама и одговарајући порески закони, олакшали су процедуре за директна страна улагања, унели елементе транспарентности и конкуренције (код концесија) и одговарајуће пореске стимулације.

Закон о тржишту хартија од вредности је, кроз увођење нових облика проспекта, оснивање Централног регистра, принцип дематеријализације хартија од вредности, увођење нових и боље прецизирање постојећих делатности брокерско-

1. За мање од годину дана, пласирано је преко 57 милиона евра кроз уговоре о финансијском лизингу, при чему анализе показују да ће се овај модел све више користити.

дилерских друштава, усвајање пруденцијалних стандарда у вези са капиталом, сегрегацију рачуна ових друштава и рачуна клијената, проширивање круга оснивача берзе, увођење кастоди банке и низ других иновација битно унапредио регулацију отвореног тржишта капитала. Са изменама и допунама које би ускоро требало да уследе, на основу проблема који су уочени у његовој примени, овај Закон би требало да представља један од кључних стубова који уређују дату област. Позитивне ефекте имали су и доношење закона којим су издате обвезнице тзв. старе девизне штедње, чиме је у знатној мери заживело трговање дужничким хартијама од вредности, а доношењем Закона о приватизацији и укидањем права прече куповине у секундарном промету, као и ограничења процента акција којима одређени власник може трговати, коначно је заживео и овај сегмент финансијског тржишта.

Отворено тржиште капитала, у правилној комбинацији са кредитном активношћу, може одиграти једну од кључних улога у процесу јачања конкуренције наших привредних субјеката. Наиме, отворено тржиште капитала:<sup>2)</sup>

- је погодан механизам тржишног усмеравања свежег капитала власника у најпрофитабилније привредне гране и предузећа, чиме се остварује највећи могући приход и потенцира ефикасно коришћење ресурса на нивоу предузећа;<sup>3)</sup>
- омогућује инвеститорима да брзо промене структуру и смер инвестиционих портфеља;<sup>4)</sup>
- ствара транспарентну и ефикасну информациону основу за праћење рејтинга компанија, од стране потенцијалних инвеститора, али и саме компаније;<sup>5)</sup>
- је механизам за тржишно преношење власништва на предузећима, што резултира избором успешнијих менаџерских екипа, чиме се омогућава власничко и финансијско реструктурирање;<sup>6)</sup>
- емисијом и секундарним трговањем државним хартијама од вредности, омогућава неинфлаторно финансирање буџетских дефицита;
- повратно утиче на повећање склоности ка штедњи и њеном пласирању на тржишту.<sup>7)</sup>

При функционисању тржишта капитала потенцијалну опасност представљају цикличне осцилације. Зато би развој тржишта капитала требало поставити сразмерно укупном развоју реалне економије и финансијског потенцијала дате земље.

Фактори развоја тржишта капитала су:

2. Б. Чолановић, Финансијско тржиште Југославије, Београд, 1993. стр. 7.
3. М. Ђировић, Примарно тржиште капитала, Финансијска тржишта, Нови Сад, Финансинг центар, 1994, стр. 35.
4. Ж. Ристић, Новчано тржиште, девизно тржиште, тржиште капитала и терминско тржиште, стр. 75.
5. М. Ђировић, Концепција тржишта капитала, стр. 22-23.
6. М. Ђировић, Примарно тржиште капитала, стр. 35.
7. С. Радмиловић, Претпоставке и перспективе развоја финансијских тржишта у Југославији, стр. 84.

- одређени ниво развијености реалног сектора привреде;
- институционална опција дате земље;
- постојање правне државе, нарочито са аспекта утврђивања и доследне примене начела поштености тржишта, равноправности учесника и заштите инвеститора. Успешно функционисање тржишта капитала зависи од поверења учесника;
- ниска стопа инфлације и валутна стабилност;
- постојање реалне каматне стопе;
- стимулативност пореског система и пореске политике;
- психолошки фактор, тј. спремност становништва да прихвати ризик.

Данас су на тржишту капитала карактеристични процеси дерегулације, иновације, глобализације и све је већи значај институционалних инвеститора.

Раст портфељ инвестиција, као механизам кретања капитала на пословној основи, заснива се на енормном увећању потенцијала институционалних инвеститора,<sup>8)</sup> који на овај начин пласирају новчана средства, у складу са изабраном стратегијом.

**Институционални инвеститори** су они инвеститори који обављају купопродају финансијских предмета трговања на велико, услед чега њихови налози могу изазвати знатно веће промене цена и поремећаје на тржишту. Поред тога они су значајни „посредници прерађивачи“ на тржишту капитала, јер обједињују средства крајњих (индивидуалних) инвеститора и омогућавају њихово дугорочније пласирање крајњим корисницима капитала. Институционални инвеститори се јављају у форми пензионих фондова, осигуравајућих друштава и инвестиционих фондова.

**Инвестициони фондови (ИФ)** су колективне инвестиције у предвиђене финансијске предмете трговања. Налазе се у власништву групе инвеститора, а прикупљеним средствима управљају професионалне инвестиционе компаније. Обједињавањем новца већег броја инвеститора, ствара се знатно већа куповна моћ од индивидуалног инвестирања. Такође, пошто на тај начин фонд може пласирати средства у велики број разноврсних инвестиција, његова успешност не зависи од кретања појединих инвестиција. Уз то, професионални менаџери константно прате кретања на тржиштима и, користећи своја знања и искуства, подешавају инвестициони портфељ у правцу остварења најбољих могућих перформанси.<sup>9)</sup>

Инвестициони фондови остварају профит у облику дивиденде или камате, као и продаје инвестиција чија је цена нарасла. Својим инвеститорима фонд исплаћује профите (умањене за накнаде и трошкове) у утврђеним периодима (који могу бити од сваког дана до једном годишње). Многи фондови нуде алтернативу реинвестирања целокупног или дела оствареног профита.

8. Значајне структурне промене у европским земљама, нарочито се огледају у релативно малом улагању новца у банкарске депозите и све већем инвестирању у осигуравајуће компаније и инвестиционе и пензионе фондове.

9. К. Morris and A. Siegel, Guide to understanding Money & Investing, The Wall Street Journal, 1993, p. 104.

Носиоци ИФ могу бити и универзалне банке које лансирају тзв. инвестплан. Учесник у инвестплану у утврђеном дужем периоду месечно банци уплаћује износе, којима она за његов рачун купује уделе одабраног фонда. Тако се повезује програмирана штедња код банака са инвестирањем у ИФ. ИФ се разликују по инвестиционим стратегијама (комбинацијама пласмана у државне хартије, обвезнице и акције компанија, куповине некретнина итд), тако да куповином одређених акција (удела) клијент у ствари бира инвестициони програм.

### **Модел трансформације инвестиционих фондова у земљама у транзицији**

Модел промена инвестиционих фондова (где у ширем смислу спадају и пензионих фондови) у земљама Централне и Источне Европе одвија(о) се кроз следеће фазе:

1. на почетку померања од командних ка привредама слободног тржишта, нису постојале организоване колективне инвестиционе шеме;

2. уследили су велики скандали, преваре и пирамидалне шеме, при чему је велики број лица изгубио новац и, још неповољније, поверење у финансијску структуру;

3. након тога, под притиском међународних агенција, коначни план масовне приватизације, створио је различите врсте затворених инвестиционих фондова преко ваучера или поклона, при чему је усвојена легислатива била пренагљена и понекад неадекватна;

4. у следећој фази, и поред успостављања бројних инвестиционих фондова, не постоји секундарно тржиште, услед чега се не зна стварна вредност (цена) имовине - што пружа простор менаџерима за крађу. Такође, квалитет портфеља није велики, нема готовине у систему (све је „комичан новац“), постоји низ „танких“ фондова, као и велика забринутост око целокупног система;

5. потом следи фаза:

- спровођења ревизије легислативе;
- јачања надзора и боље опремљености супервизора;
- увођења нових, отворених фондова;
- када грађани морају да плаћају реалан новац, али још оклевају због претходног лошег искуства;
- повећања ликвидности секундарног тржишта;
- почетка враћања поверења.

Данашњи проблеми већине земаља наведеног региона су:

- модернизација легислативе је тешка и компликована (владе се мењају, политичари не разумеју потребу за осавремењивањем);
- проблем превођења старих приватизационих фондова из „благог“ режима ваучера у строжи режим. Поставља се питање да ли они могу постати фондови отвореног типа односно да ли би им требало допустити да се

претворе у нерегулисане облике? Како раздвојити менаџмент фонда од менаџмента компаније, с обзиром да су навикли да лагодно живе на акционарској имовини?;

- накнаде за фондове су биле и остале високе - питање је како обезбедити њихово смањење. Према једном мишљењу то ће се догодити дејством тржишта, док други сматрају да би их требало ограничити, јер у супротном инвеститори немају представу о накнадама које плаћају. Друго мишљење изгледа правилније, јер је својевремено у В. Британији било потребно 15 година да тржиште уреди тај проблем.

Смисао развоја домаћих пензионих (инвестиционих) фондова је вишеструк:

- формирају се поуздане дугорочне штедне инвестиције;
- пружа се ликвидност и транспарентност секундарног тржишта;
- домаћи инвеститори су поузданији од страних шпекуланата;
- страни (и домаћи) фондови за заштиту од ризика, не брину о домаћем тржишту, за разлику од (озбиљних) пензионих фондова;
- пензиони фондови су познати као дугорочни инвеститори у акције - јер оне на дужи рок доносе приносе.<sup>10)</sup>

Потребно је решити проблеме лоше легислативе, превисоких накнада, ликвидности секундарног тржишта, недостатка информација,<sup>11)</sup> и поверења.

#### а. Отворени фондови

Отворени фондови су дужни да на захтев клијената, у складу са предвиђеном динамиком, продају односно откупљују њихове уделе, по дневном тржишном курсу, који се, у начелу, формира према тржишним курсевима хартија које ИФ поседује у својој активи, чиме се број издатих удела повећава односно смањује.<sup>12)</sup> У отворене фондове спадају нпр. британска UNIT TRUST (UT), већина америчких заједничких фондова, европске UCITS и SECAV и већина оф-шор фондова.

1. У UT-е инвеститори по правилу пласирају средства на период од најмање три до пет година. Међутим, истовремено им је омогућено да, по потреби, уновче уделе, како би остварили извештан профит. Већина UT утврђује минималан износ инвестиција, (нпр. од 500 до 1000 фунти), иако постоје модели штедне који допуштају инвестирање мањих износа сваког месеца. UT прикупљена средства најчешће улажу у обичне акције компанија бирајући различите стратегије. Други, специјализованији, пружају имаоцима удела приступ посебном региону, или посебној врсти инвестиције. UT обично тргују сваки дан, а мањи број њих то чини само једном недељно или, веома ретко, нпр. једном месечно. Пре избора UT, битно је да инвеститор одлучи о нивоу ризика који жели да преузме.

Већина управљачких компанија наплаћује једнократну накнаду при продаји удела (улазна накнада), чија висина варира по компанијама. Стога би инвеститор

10. M. St Giles, „Securities Regulators Forum“.

11. Низ инвестиционих фондова инвеститорима пружа мало информација.

12. K. Morris and A. Siegel, p. 105.

требало да поседује инвестицију у периоду који је потребан за покривање накнаде. Сви управљачи УТ-а наплаћују и (различиту) годишњу накнаду. Ове накнаде углавном одражавају трошкове инвестирања у посебној области. Све више компанија наплаћује „излазну“ накнаду, обично само инвеститорима који желе да уновче уделе у року до пет година. Постоји и могућност пружања услуге „тражења по радњама производа по најповољнијој цени“, за коју инвеститори плаћају посебну накнаду.

Већина компанија које управљају инвестицијама, инвеститорима пружа могућност избора између различитих нивоа ризика својих фондова. Инвеститор који сматра да је способен да сам изабере прави УТ, купује уделе преко брокера који само извршава налог, за шта плаћа малу фиксну накнаду, а уколико му је потребан савет, плаћа посебну провизију.

За разлику од пензионих фондова, односно осигуравајућих компанија, УТ се не могу ослонити на континуиран прилив средстава, мада део новца који примају долази од редовних планова штедње. Инвеститори обично улажу у УТ-е када је тржиште капитала „пловно“ и повлаче средства при промењеној ситуацији. Ипак, они су нагло расли последњих година, нарочито јер инвеститори могу држати уделе УТ-а у личном власничком плану (РЕР) и тиме стећи пореске олакшице.<sup>13)</sup> РЕР је средство којим се инвеститори ослобађају плаћања пореза на инвестиције у акције. Купљени удео у УТ-у и друге инвестиције, могу се држати у РЕР-у, ради максималног увећања користи њиховог поседовања.

2. Менаџери пензионих фондова из САД инвестирају све већа средства у иностране компаније преко заједничких фондова. Оснивају их инвестиционе компаније, брокерске куће или банке.<sup>14)</sup> Дужни су да их региструју код Комисије за хартије од вредности и берзе, и испуне посебне услове из Закона о инвестиционим компанијама од 1940. Ова правила не гарантују власницима удела стицање профита, али пружају изванредан степен сигурности.

Сваки фонд има професионалног менаџера или тим, инвестициони циљ и план или програм, који следи у формирању портфеља. Маркетинг фондова обавља се рекламирањем у финансијској штампи, директним слањем поште и обавештења за штампу и, у неким случајевима, уз подршку брокера, који остварују провизије њиховом продајом.<sup>15)</sup>

Заједнички најчешће спадају у тзв. „отворене фондове“, јер су спремни да издају нове уделе будућим инвеститорима по текућој цени или нето вредности активе (NVA), увећаној за извесни трошак продаје. Такође, они су обавезни да откупе уделе инвеститора који излазе из фонда по NVA-у, умањене за трошак откупа.<sup>16)</sup>

Постоје групе („фамилије“) фондова, од којих већина нуди најмање неколико различитих врста фондова, како би омогућили власницима удела избор при инвестирању. Према инвестиционим циљевима фондови могу бити усмерени на: тре-

13. M. Brett, *How to Read the Financial Pages*, New Revised Fourth Edition, London, 1995, p. 34-35.

14. K. Morris and A. Siegel, p. 105.

15. Ibid, p. 105.

нутни приход, будући раст или истовремени приход и раст. Поред оних који инвестирају у акције и обвезнице, као најстаријих, постоје и фондови са специјалним циљевима, као нпр. фондови индекса, неопорезиви фондови, фондови сектора итд.<sup>17)</sup>

Фонд новчаног тржишта пружа инвеститорима безбедно место за склањање готовине у тешким периодима на тржишту капитала. Најмање групе састоје се од новчаног фонда и два додатна избора - обично акција, уз портфељ обвезница. Фамилије су углавном велике и увећавају се конкуренцијом, кроз увођење нових производа. Веће фамилије често власницима удела достављају периодичне публикације и едукативни материјал.

Сваки фонд, самосталан или припадник фамилије, представља посебну компанију. Основна структура фонда пружа неколико уграђених механизма за заштиту инвеститора.

а. Заједнички фонд је корпорација или старатељство у сусвојини стотина или хиљада индивидуалних инвеститора. Инвестициони ризик не сноси управљачка компанија, већ индивидуални сувласници.

б. Чланови управног одбора, које бирају сувласници, одговарају за целокупно управљање фондом и дужни су да контролишу управљачку компанију или саветника за инвестирање. Сваке године одбор обнавља или раскида уговор са саветником. Комисија захтева да одбор укључи минимални број независних или спољних чланова.

в. Текућу администрацију води управљачка компанија. Обично је то иста фирма која је основала фонд. Она често у својству саветника за инвестиције, купопродајом утврђује структуру портфеља.

г. Менаџер за провизију управља портфељом фонда у складу са циљевима наведеним у уговору са клијентом. Она се у малим износима током године одузима директно од портфеља. За своје пословање компанија прибавља средства од управљачке провизије, а не од трошкова продаје, чији већи део припада брокеру који продаје уделе фонда и његовој фирми.

д. Независни старатељ је обично банка или компанија старатељ која, у својству треће независне стране, чува имовину фонда, чиме се сувласници штите од проневера менаџмента. Старатељ плаћа, односно прима уплате новчаних средстава и врши испоруке, односно пријем хартија од вредности, по закљученим трансакцијама фонда. Он ретко купује или продаје акције или обвезнице у име фонда.

ђ. Агент преноса обавља продају и откуп удела фонда, води евиденцију сувласника, сваког дана израчунава NVA, обавља дистрибуцију дивиденди и прираста

16. NVA се обрачунава тако што се збиру тржишне вредности свих удела, додаје износ готовинских потраживања и еквивалената, а затим се одузму обавезе. Дељењем овог износа бројем удела, добија се NVA по уделу. NVA се дневно рачуна, по затварању тржишта. Флукутира према промени вредности садржине портфеља.

17. K. Morris and A. Siegel, p. 106.

капитала. Агент преноса је обично банка или компанија старатељ. Неке фамилије фондова саме обављају тај посао.

е. Главни покровитељ или дистрибутер фонда је често филијала управљачке компаније која помаже дистрибуцију удела фонда инвеститорима. Он може дилерима да продаје хартије на велико који их потом препродају инвеститорима, или може директно контактирати купце.

Према томе, иако сувласништво ималаца удела над овом врстом фонда и структура управног одбора указују да је реч о акцијама и акционарима, чињеница да постоји обавеза откупа удела на захтев постојећих односно издавања нових удела на захтев нових инвеститора, не карактерише акционарска друштва, јер се њихове акције, по правилу, могу продати само на секундарном тржишту.

## б. Затворени фондови

Иако и затворени фондови инвестирају у различите хартије од вредности, они прикупљају новац само једном, тако што емитују и нуде на продају фиксни број акција.<sup>18)</sup> Према томе, за разлику од отворених фондова, они нису спремни да издају нове акције, нити да их откупљују. С обзиром да инвеститори не могу да повуку уложена средства, затворени фондови су дужни да се региструју на берзама.<sup>19)</sup> Из истог разлога, њихова имовина је много стабилнија, али и ризичнија. Могуће је да цене оваквих портфеља знатно флукутирају и не одговарају увек NVA-у, тако да у извесним случајевима, могу пасти знатно испод њеног нивоа. Њихова цена варира у зависности од тражње инвеститора и промена вредности њихових холдинга.

**Investment trusts (IT).** За разлику од UT-а, IT-и имају фиксни износ капитала подељен на акције, које купују инвеститори. Уз то, IT може позајмити средства ради инвестирања за рачун својих акционара, што их чини нестабилнијим. Тиме се може подстаћи инвестирање у случају раста тржишта и обрнуто, при паду тржишта, пад IT-а бива претеран. Следећа разлика је што су IT-и овлашћени да инвестирају у нелистиране акције, што може додатно увећати ризик за инвеститоре, иако и потенцијалне награде могу бити веће.

Као затворене компаније са ограниченом одговорношћу, IT су предмет компанијског права и берзанске праксе. Код њих, цена може одступати у односу на вредност основне имовине, за разлику од UT-а, где се цена израчунава према инвестиционој вредности, у складу са формулом коју прописује регулатор. Наиме, цена акција IT зависи од: а) вредности инвестиција које се држе од стране труста - NVA и б) „понуде и тражње“ за IT-ом.

IT се могу купити преко брокера или често кроз шеме редовне штедње. IT могу понудити инвеститорима приход, раст капитала, или њихову комбинацију. Подељени капитал IT је „паметан бајт“ финансијског инжињеринга који нуди различите класе акција ради задовољења разноликих потреба инвеститора.

18. Ibid, p. 105.

19. Њиховим акцијама се ређе тргује на ванберзанском тржишту.

## Питања од посебног значаја за регулисање домаћих инвестиционих фондова

Инвестициони фондови су део инфраструктуре која у нашој земљи још није правно уређена, а која је већ у овом моменту веома значајна. Разлози су у потреби да се образује још један механизам за прикупљање штедње, њено оплођење и усмеравање ка онима којима је она предуслов успешне привредне делатности односно за неинфлаторно финансирање буџетских потреба. Исто тако, већ су се на нашем тржишту појавили бројни страни инвестициони фондови, од којих су неки заузели веома значајно место у стратешким гранама наше привреде. На овај начин би се омогућило и домаћим инвеститорима да на равноправан начин конкуришу страним инвестиционим фондовима. У оквирима чланка није могуће детаљно анализирати све неопходне аспекте дате регулативе, те се стога осврћемо на нека од кључних питања која су на прилично квалитетан начин уређена радном верзијом нашег закона о инвестиционим фондовима која датира још са краја 2000. године.

Најпре, неопходно је да законодавац уреди да ли се јединице учешћа отвореног фонда, односно акције затвореног фонда, могу куповати искључиво јавно прикупљеним новчаним средствима или је то могуће чинити и акцијама (приватизованих) компанија. У вези са тим, пољски Закон о инвестиционим фондовима предвиђа да се уплате фонду врше у готовини, али да се оне изузетно могу извршити у хартијама од вредности којима се јавно тргује, ако то допушта Закон или друга регулатива и статут фонда. Мишљења смо да би у овом тренутку код нас требало допустити искључиво прикупљање новчаних средстава, чиме се избегава проблем валоризације датих акција у условима када још увек нема континуираног трговања, већ се акције већине предузећа продају спорадично на аукцијама. У прилог томе је и чињеница да је пољски закон одразио стање на тржишту које се у моменту његовог усвајања већ развијало шест година.

У погледу предмета улагања неопходно је да законодавац уреди или створи основ Комисији за хартије од вредности да прецизира врсте и квалитет хартија од вредности у које се могу улагати прикупљена новчана средства. Исто тако неопходно је одредити се да ли су, у ком проценту и под којим условима допуштена улагања у непокретности и новчане депозите, и евентуално неке друге врсте улагања. У вези са тим, неопходно је обезбедити поузданост улагања инвестиционих фондова, што представља предуслов стицања и одржавања поверења индивидуалних инвеститора који кроз инвестиционе фондове улажу своја средства. Истовремено, потребно је омогућити инвестиционим фондовима да у тренутно постојећим условима, где нема превише „поузданих и квалитетних“ хартија од вредности, у потпуности пласирају прикупљена средства у складу са правилима која их обавезују. Можда би у овом тренутку требало омогућити извесан проценат улагања у непокретности, имајући у виду да је то тржиште једно од најразвијенијих у нашој земљи, уз постепено смањивање дате могућности. Такође, и независно од претход-

но наведеног, потребни су извесни пруденцијални стандарди уопште, у смислу ограничења обима улагања у одређене врсте инвестиција.<sup>20)</sup> У вези са тим је и инсистирање на управљању имовином инвестиционих фондова од стране друштва за управљање са пажњом доброг стручњака, на начелима сигурности, расподеле ризика и ликвидности.

Имајући у виду наслеђе у виду неисплаћене девизне штедње, пирамидалних шема приватних банака и читав низ других финансијских превара, начелу заштите улагача је потребно посветити нарочиту пажњу. Може се рећи да успех концепта домаћих инвестиционих фондова у највећој мери зависи од успешности реализације принципа заштите улагача. У вези са тим постоји широк дијапазон одредаба које се директно или индиректно односе на тај аспект.

Најпре, то су одредбе које предвиђају услове за оснивање **друштва за управљање** инвестиционим фондом,<sup>21)</sup> првенствено оне које уређују висину новчаног дела основног капитала чији се износ мора поседовати у сваком тренутку. Поред тога, закон би требало да уреди опште акте друштва, при чему правила пословања којима се уређују начин управљања инвестиционим фондом, критеријуми утврђивања трошкова и накнаде друштва за управљање, критеријуми избора депозитара и друга питања, имају посебан значај. На истој линији су и услови за избор директора и управе друштва, који би требало да обезбеде потребна знања за обављање сложених послова дисперзије ризика и правовременог улагања односно продаје у име и за рачун „ситних“ улагача и да спрече да се на тим позицијама нађу лица која су раније учинила извесне врсте кривичних дела. Од значаја је и одвајање средстава, обавеза, потраживања и расхода друштва за управљање и инвестиционог фонда. Друштво је одговорно инвестиционом фонду за вршење својих овлашћења и за накнаду штете уколико их не врши у складу са законом, својим и актима инвестиционог фонда. Трећа лица не могу из имовине инвестиционог фонда да намирују своја потраживања од друштва за управљање. Посебан значај имају одредбе којима се прописују забрањени послови за друштво за управљање у погледу имовине друштва, односно имовине фонда. У том смислу, нпр. оно не може непосредно или преко повезаних лица да има акције, односно уделе код другог друштва за управљање, депозитара, својих оснивача и с њима повезаних лица и сл. Друштво не може да продаје своју имовину инвестиционом фонду нити да је од њега купује. Такође, своју имовину не може користити као средство обезбеђења за извршавање обавеза других лица. Још значајније је да друштво не може у управљању имовином фонда, непосредно или преко повезаних лица, да одобрава новчане зај-

20. Према пољском закону отворени инвестициони фонд не може инвестирати више од 5% вредности своје имовине у хартије које је издао један ентитет и у обавезе према овом ентитету. Такође он може инвестирати до 10% своје имовине у хартије издате од стране једног ентитета и у обавезе према овом ентитету, ако укупна вредност овакве инвестиције не прелази 40% вредности имовине фонда и ако статут то предвиђа. Коначно фонд не може стећи хартије које дају више од 10% права гласа у било ком органу емитента хартија.

21. Према пољском Закону, друштво инвестиционог фонда може да оснује инвестициони фонд и, да у својству његовог органа, управља фондом и представља га у односима са трећим лицима.

мове, односно кредите, нити да даје средства обезбеђења за извршење обавеза за заједнички рачун ималаца хартија од вредности инвестиционог фонда. Забрањено му је да користи средства фонда за куповину хартија од вредности које емитује депозитар или само друштво, гарантовање и покривање сопствених или обавеза трећих лица и сл. У погледу трошкова друштва који произлазе из управљања (нпр. у вези са стицањем и располагањем средствима фонда, исплаћивања јединица учешћа, објављивања, пореза и сл.) као и накнада за управљање, неопходно је да они буду предвиђени тарифом и да, нарочито у почетној фази када нема довољно конкуренције у овој области, закон предвиди максимални проценат у односу на вредност имовине фонда. Према пољском закону, инвестиционо друштво је одговорно учесницима фонда за све штете узроковане неодговарајућим обављањем или необављањем својих послова у погледу управљања фондом и представљања фонда, сем ако је то узроковано околностима за које оно није одговорно. Одговорност ИД не може се ограничити преношењем извесних одговорности на треће лице.

Радна верзија нашег закона предвиђа забрану уписа у регистар назива који указују на друштва за управљање, инвестиционе фондове, фондове за улагање или сличне називе ако нису основана у складу са законом. Сличну одредбу има пољски закон који обавезује инвестициони фонд да у свом називу укаже и на врсту фонда о коме је реч.

Заштита инвеститора у погледу **депозитара** (овлашћене банке) обезбеђује се кроз забрану депозитару да поседује акције у друштву за управљање са којим је закључио уговор, као ни јединице учешћа у отвореном фонду, односно акције у затвореном фонду, за које обавља послове пружања датих услуга. Пољски закон предвиђа да инвестициона друштва и депозитарне банке обављају делатност независно и у интересу учесника инвестиционог фонда. Иначе, према радној верзији нашег закона депозитар је дужан да поступа са пажњом доброг стручњака и на начин који обезбеђује сигурност улагача у фондове. Он одговара друштву за управљање и улагачима за штету која је проузрокована неиспуњењем или неуредним испуњењем обавеза из уговора, при чему се овим уговором одговорност депозитара не може ограничити ни искључити. Такође, друштво је овлашћено да у име и за рачун оштећених улагача поднесе против депозитара тужбу за накнаду штете, с тим да ако оно то не учини у одговарајућем року на захтев улагача, они то могу сами непосредно учинити.

Заштита инвеститора који купују јединице учешћа у **отвореном фонду** представља посебан изазов, имајућу у виду да он за разлику од затвореног фонда, нема својство правног лица. Кључне тачке преко којих се ова заштита одвија тичу се нивоа капитала за оснивање фонда, правила о управљању, проспекта за уплату јединица учешћа, правила о расподели нето добити, начину обрачуна вредности јединица учешћа и роковима за њено објављивање, начину исплате вредности јединица учешћа, одбору инвеститора, обавештавању ималаца јединица учешћа о ревизији итд.

Друштво за управљање дужно је да уплати за оснивање фонда износ предвиђен законом и да га у одређеном року увећа кроз јавни позив за уплату јединица учешћа (нпр. удвостручи), уз постепено смањивање свог удела (нпр. до 5%) и обавезу да се у сваком моменту одржава законом прописан ниво капитала.

У оквиру правила о управљању посебан значај имају одредбе о политици улагања отвореног фонда, поступку издавања, уплате и исплате јединица учешћа, висини и врсти провизије друштва за управљање и начину обрачуна провизије, начину обавештавања јавности и ималаца јединица учешћа, итд.<sup>22)</sup> Према пољском закону једини допуштени инвестициони циљеви фонда могу бити: заштита реалне вредности имовине фонда, остваривање прихода инвестирањем имовине фонда и увећање вредности имовине фонда, које резултира из увећања вредности инвестиција. Такође, код прецизирања инвестиционог циља, статут мора изричито упозорити да фонд не гарантује постизање овог циља. Коначно, овај закон прописује да инвестициона политика фонда детаљно специфицира методе које се користе за остварење датог циља инвестирања, посебно:

1. врсте хартија и других својинских права у које фонд инвестира,
2. критерије инвестиционог избора,
3. диверсификацију инвестиција и друга инвестициона ограничења и
4. допуштени износ кредита и зајма који може узети фонд.

Проспект за упис и уплату јединица учешћа који се мора објавити у одређеном року по добијању сагласности за формирање отвореног фонда, поред поштовања одредби закона који уређује тржиште хартија од вредности мора садржати и податке о друштву за управљање, о отвореном фонду и о депозитару. Такође, у њему су садржани и подаци о поступку и месту исплате јединица учешћа и поступку и условима привремене обуставе њихове исплате, ако је то у интересу њихових ималаца, трошковима повраћаја и исплате јединица учешћа, као и начину, месту и учесталости објављивања цена јединица учешћа.

Друштво је дужно да изврши исплату јединица учешћа у складу са проспектом по вредности на дан исплате утврђеној у складу са одредбама закона, уз умањење за евентуалну откупну провизију, ако је то предвиђено правилима о управљању. Исплата се врши у законском року који почиње да тече од дана подношења писменог захтева, и то по редоследу примљених захтева, чиме се обезбеђује равноправност улагача. Изузетно, у складу са правилима о управљању и проспектом могуће је обуставити исплату за одређени период ако је извршен откуп јединица

22. Поред осталог статут према пољском закону, прецизира инвестициони циљ и инвестициону политику фонда, врсте, ниво и начин обрачунавања трошкова наплаћених фонду, укључујући награду друштву, као и крајње рокове за покривање ових трошкова, учесталост и начин процене имовине фонда, утврђивање вредности нето имовине фонда и нето вредности имовине по јединици учешћа или инвестиционом сертификату, начин и посебне услове: за продају, откуп јединица учешћа или повлачење инвестиционих сертификата, права учесника фонда, начин објављивања информација фонда јавности.

учешћа или је поднет захтев за њихов откуп који прелази одређени проценат вредности имовине отвореног фонда.

Одбор инвеститора врши надзор над управљањем отвореним фондом. Закон прописује начин формирања овог одбора, услове за избор и начин функционисања сходно надзорном одбору затвореног фонда. Тако нпр. пољски закон предвиђа да се у законом предвиђеним случајевима, може формирати одбор инвеститора, у функцији контролног органа.

Ризик имаоца јединица учешћа ограничен је на вредност његових улагања за стицање јединица учешћа. Тако и пољски закон прописује да учесници у фонду нису лично одговорни за обавезе фонда.

У случају да се врши пренос управљања са једног на друго друштво за управљање, неопходно је прописати процедуру која обезбеђује сагласност квалификоване већине ималаца јединица учешћа. Посебна процедура је предвиђена и за престанак постојања отвореног друштва.

Када су у питању **затворени фондови** улагачи се штите најпре чињеницом да имају својство акционара. Наиме, затворени фондови су отворена акционарска друштва на која се супсидијарно примењују одредбе закона којим се уређује правни положај предузећа.

Поред тога, постојећи и потенцијални акционари су заштићени одредбама које се иначе примењују на друштва чијим се акцијама јавно тргује, како у погледу емисије акција (правила о проспекту и сл.), тако и у погледу ажурних релевантних информација које је ово друштво дужно да периодично или при свакој значајнијој промени објављује.

Затворени фонд је према пољском закону дужан да процењује имовину фонда и утврђује нето вредност имовине и нето вредност имовине по инвестиционом сертификату према учесталости прецизираној у статуту, у складу са законом. Цена емисије инвестиционих сертификата за друге и успешне емисије не може бити мања од нето вредности имовине фонда по инвестиционом сертификату према последњој процени имовине пре емисије, уз евентуално увећање за улазну накнаду. Емисија се затвара након уплата свих издатих сертификата, или после времена прецизираног у проспекту емисије, али не дуже од рока утврђеног законом. Следећа емисија је могућа по затварању претходне емисије. Затворени фонд је дужан да поднесе захтев за пријем на трговање за инвестиционе сертификате на берзи или регулисаном ванберзанском тржишту, у року од 7 дана од дана уписа фонда у регистар инвестиционих фондова и од закључног дана сваке успешне емисије. Тиме се стварају услови за улагаче да на секундарном тржишту препродају своје инвестиционе сертификате. Закон дефинише инвестиције у које затворени фонд може улагати.

Заштита улагача се обезбеђује и кроз обавезе у погледу информисања. У том смислу, према пољском закону, инвестициони фонд има обавезу да објави емисију или информациони проспект у дневним националним новинама назначеним у статуту фонда. Затворени фонд објављује проспект емисије и статут фонда на начин

прецизиран регулативом трговања јавним хартијама. Информациони проспекат отвореног фонда садржи статут фонда и све информације неопходне за процену инвестиционог ризика. Када продаје јединице учешћа, отворени фонд чини доступним годишње и полугодишње финансијске извештаје и информативни проспекат фонда. Он је, на захтев учесника фонда, дужан да доставља годишње, полугодишње извештаје и информативне проспекте. Дате извештаје и проспекте фонд доставља Комисији одмах по њиховој изради. Инвестициони фонд има дужност да објављује, на начин прецизиран у статуту, продајну и откупну односно цену повлачења јединица учешћа односно инвестиционих сертификата, одмах по њиховом утврђивању. Инвестиционо друштво и фонд имају дужност да достављају Комисији периодичне извештаје и тренутне информације у погледу својих активности и финансијске ситуације.

С друге стране, превентивна и репресивна улога Комисије обухвата широк дијапазон овлашћења. Тако је сагласност Комисије неопходна за измене статута фонда, инвестиционог друштва, промену депозитарне банке, измене уговора са депозитарном банком, постављање лица у извршни односно надзорни одбор и низ других активности.

У погледу инспекцијских овлашћења Комисије, лице овлашћено од стране председника Комисије има право да уђе у просторије:

1. инвестиционог друштва - ради провере да ли су активности друштва у сагласности са законом и статутом;
2. депозитарне банке - ради провере да ли су њене активности у оквиру обављања њених дужности у складу са законом и уговором;
3. посредника - ради провере да ли су посредничке активности у погледу продаје јединица учешћа или инвестиционих сертификата у сагласности са законом, уговором закљученим са фондом и дозволом Комисије.

Инспектор има право да:

1. врши инспекцију главних књига, документације и других информационих медија;
2. захтева сачињавање извештаја, на трошак субјекта над којим се врши инспекција, копије ових докумената и информационих медија;
3. захтевати пружање информација или појашњења од запослених у ентитету који је предмет инспекције.

Од ентитета који је предмет инспекције се захтева да инспекцији обезбеди приступ свим главним књигама, документима и другим информационим медијима који се односе на активности инвестиционог друштва која се налазе код трећих лица, у вези са извршењем извесних активности на основу посебних уговора. Инспекција израђује протокол о изведеним активностима. Комисија обавештава ентитет о откривеним нерегуларностима и одређује рок за њихову исправку. У случају да лице не уклони нерегуларности у остављеном року, Комисија може изрећи новчану казну ентитету који је предмет инспекције.

Информације о фонду које објави друштво, укључујући рекламирање, оглашавање, морају да истински приказују финансијску ситуацију фонда и ризике повезане са учешћем у фонду. Ако Комисија утврди да су наведене информације преварне или да могу бити преварне, она може забранити њихово објављивање и прописати објављивање релевантних исправки у утврђеном периоду. Ако није вођено рачуна о забрани или прописивању, Комисија може изрећи новчану казну друштву. У таквом случају, Комисија објављује релевантне исправке на његов трошак.

У оправданим случајевима Комисија може наложити друштву да замени лица из управе и одреди време за које се то има извести. Ако се замене не изведу у назначеном периоду, Комисија може изрећи друштву новчану казну. Ако замена није изведена упркос изрицању казне, Комисија може опозвати дозволу за оснивање друштва.

Од депозитарне банке се захтева да одмах обавести Комисију о чињеници да фонд повређује закон или занемарује правилно узимање у обзир интереса учесника фонда.

Ако друштво или банка не испуне дужности прецизиране у закону да пруже информације Комисији или учесницима, Комисија може изрећи новчану казну.

У случају када друштво објави покретање стечаја или ликвидације, Комисија му одузима дозволу за оснивање. Комисија може опозвати дозволу за оснивање друштва, ако утврди да фонд обавља активности које представљају повреде одредаба закона, статута фонда или услова из дозволе.

Закон прописује да ће се лице одговорно за информације садржане у информативном проспекту, које пружи лажне податке или сакрије истините податке и тиме на суштински начин утиче на садржај информација, казнити казном затвора и новчаном казном. Лице одговорно за чување тајне у погледу поверљивих информација у вези са активностима фонда које их објави или искористи предности исте, казниће се казном затвора и новчаном казном.

Имајући у виду значај увођења инвестиционих фондова у инфраструктуру нашег финансијског тржишта, за очекивати је да ће они бити регулисани у домаћем правном систему најкасније до краја ове године. При томе, неопходно је направити правилну равнотежу између потребе за потпуном заштитом улагача и омогућавањем да се преузму неопходни ризици улагања.

---

**Dobrosav Milovanović, Ph.D.**  
**President of the Securities Exchange Commission, Belgrade**

## **Regulation of the Investment Funds**

### **Summary**

*Open capital market, in a right combination with credit activity, could be very important part in strengthening the competition of our companies. Joining the savings of a great number of investors, the investment funds provide bigger purchasing power and secure diversification of a risk. Professional managers regulate investment portfolio in a way of achieving the best performances. Investment funds are a part of infrastructure which is not yet regulated in our country. Bringing the Law on Investments Fund will facilitate domestic investors to be in equal competition to foreign investment funds, which took a very important role in strategic parts of our industry.*

*It is necessary to regulate if it is possible to buy units of open-end funds or shares of closed-end funds, only by cash or also with the shares of (privatised) companies. Also, it is necessary to regulate or create a base for the Securities Exchange Commission to specify types and a quality of securities and eventually some other models of investing in which the money instruments can be invested. It is also necessary to provide safeness of investment fund investing, which is a precondition of acquisition and keeping confidence of investor in the same time facilitating investment funds to invest collected instruments according to obligatory rules. Also, the prudentially standards are necessary, meaning the restriction of a size of investing in some types of investments. Having in mind the heritage of a great number of financial frauds, the success of a concept of a domestic investment funds mostly depend on successfulness of implementation the principle of protection the investor.*

**Key words:** capital market, investment funds, prudential standards, Securities Exchange Commission.