

РЕФЛЕКСИЈЕ ГЛОБАЛНЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА ИНВЕСТИЦИОНЕ ФОНДОВЕ У БОСНИ И ХЕРЦЕГОВИНИ

Апстракт: У раду је дата хронологија глобалне финансијске кризе и, у том контексту, њен утицај на инвестиционе фондове (ИФ) у Босни и Херцеговини (БиХ). Такође се разматра утицај финансијске кризе на босанскохерцеговачку економију. У одређеним дијеловима рада, у сврху извођења одговарајућих закључака, извршена је компарација са појединим привредама земаља у транзицији које се налазе у рецесији и/или боре са високом задуженошћу. Рад указује на то да су доминантан утицај на лош резултат ИФ имали много више локални, него глобални фактори.

Кључне ријечи: глобална финансијска криза, финансијско тржиште, инвестициони фондови, економски раст, земље у транзицији, реструктурирање привреде.

JEL класификација: E44, G01, G11, G32.

1. УВОД

Финансијска криза изазвана експлозијом финансијских балона на тржишту некретнина, неодговорном и веома ризичном кредитном политиком финансијских институција, инфлацијом цијена на тржишту роба попут нафте, животних намирница, метала, падом вриједности долара, похлепом и неморалом, те психологијом страха и неповјерења у постојећи финансијски систем, прерасла је 2008. године у глобалну економску кризу.

Играње великих финансијских институција и њихово бесконачно међусобно преплитање на крају плаћају грађани и остатак економије. Ти велики „коцкари” који су дијелили кредите без критерија, па те кредите секјуритизирали и продавали даље, а у међувремену су се и међусобно осигуравали, направили су све да, када пропадне један, повуче за собом и остале.

Директни ефекти глобалне финансијске кризе највише су погодили земље које су снажно интегрисане у међународне токове капитала и трговинске токове. Босна и Херцеговина, као и остале земље у транзицији, које су слабије повезане са међународним финансијским и робним токовима, нису осјетиле снажно директно дејство финансијске кризе мимо ефеката који се дифузно шире на опште услове пословања и текућег финансирања међународних послова.

¹ Виши асистент, Економски факултет Универзитета у И. Сарајеву, Ул. Алексе Шантића 3, Пале; Е-mail: zorica_golic@yahoo.co.uk;

Ипак, индиректно дејство је примијетно у многим сегментима, прије свега у изградњи институција финансијског сектора, увођењу нових финансијских инструмената и уопште иновација. На једној страни, то је успорило и у значајној мјери искомпликовало процесе даље реформе, али је извјесно да ће истовремено повећати солидност, елиминисати брзоплетост и неке очигледне ризике.

Глобална финансијска криза утицала је на босанскохерцеговачке инвестиционе фондове, али не у оној мјери у којој су локални фактори имали пресудан утицај на лош резултат ИФ.

У раду се анализирају рефлексије глобалне финансијске кризе на инвестиционе фондове у БиХ и указује на то да су у овом домену пресудан утицај имали локални фактори.

1. ДОСАДАШЊИ ТОК И УЧИНАК ГЛОБАЛНЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

Од почетка двадесетог вијека свјетска економска историја се више пута суочавала са финансијским кризама мањих или већих размјера: велика рецесија 1929-1933. године, латиноамеричка криза из 1982. године, азијска финансијска криза из 1997-1998. године, дот-ком краш из 2000. године, скандал са енергетском компанијом Енрон, само су неке од најважнијих.

Убрзана глобализација свјетске привреде повећала је учесталост и дисперзију таквих инцидената, генеришући ефекат преношења кризе у виду таласа - „цунамија” који је у пуној мјери разоткрио осјетљивост свјетског финансијског система.

Прва економска криза у XXI вијеку почела је током 2006. године структурном кризом због хиперпродукције у аутомобилској индустрији и кризом тржишта некретнина у САД, В. Британији, Ирској и Шпанији.²

Криза је почела да уздрмава финансијски сектор на прелазу из 2006. у 2007. годину. Пад цијена некретнина се развио у свјетску хипотекарну кризу. Локалне хипотекарне банке су доспјеле у минус због масовног пада књиговодствене вриједности некретнина и у јуну 2007. америчка инвестициона банка Бер Штернс (*Bear Sterns*) је морала да укине своја два хец фонда, што је био први инцидент ове врсте. Криза хипотекарних кредита другог реда достигла је свој први врхунац у љето 2007. године.³

Кроз пет до шест ударних таласа од љета 2007, хипотекарна криза се претворила у глобалну економску кризу. До септембра 2008. криза је уздрмала читав банкарски систем. Америчка инвестициона банка Бер Штернс и британска хипотекарна банка Нордерн Рок су банкротирале у марту 2008, а затим, после

² То је истовремено био крај, до тада незапамћеног, шестогодишњег економског процвата који је довео до даље експанзије капитал-односа, са свим својим класичним али и потенцијално новим споредним ефектима, изазваним спекулацијама.

³ Глобални карактер кризе хипотекарних кредита био је јасно уочљив већ када су, иако су извори проблема банака лежали у англосаксонским центрима кризе, прве мјере подршке банкама које су биле у опасности да банкротирају предузете на периферији догађаја попут случаја неликвидности дизелдорфске Интернационалне кредитне банке (IKB) и *SachsenLB*, али и масивног отписа књиговодствене вриједности и губитка промета швајцарске „универзалне банке” (институција која се уједно бави и инвестицијама и ситним кредитирањем) UBS.

почетних спасилачких интервенција њемачке владе од претходне године, В. Британија и САД су први пут биле принуђене на значајне државне интервенције.⁴

Наредни удар је услиједио у септембру: почетком мјесеца двије највеће хипотекарне институције Фани Ме (*Fannie Mae*) и Фреди Мек, су спашене од банкрота и рекапитализоване значајном државном интервенцијом. Затим је услиједило пропадање инвестиционе банке Леман брадерс (*Lehman Brothers*), средином мјесеца, док је инвестициона банка Мерил Линч (*Merrill Lynch*) спашена хитном продајом „универзалној банци” *Bank of America*. Током сљедећих неколико мјесеци, нису се само инвестиционе банке суочавале са смртоносним ударима и нестајале са сцене, трансформишући се у комерцијалне банке, односно стапајући се са њима. Водеће осигуравајуће куће су такође биле угрожене, што је постало јасно након пропасти највеће осигуравајуће компаније у САД, Америчке интернационалне групе (AIG), седам дана касније. Читав интернационални финансијски систем је био уздрман у септембру 2008, када су комерцијалне банке и инвестициони фондови, који су настали 70-их година прошлога вијека (хец фондови, фондови акцијског капитала и пензиони фондови), били потрешени у исто мјери као и инвестиционе банке и осигуравајуће компаније (Оте 2009: 186-187).

Након пооштравања услова за кредитирање и потеза који воде повлачењу капитала, догађаји у „црном” кварталу септембар-новембар 2008. су се прелили и на финансијска тржишта широм свјета, на примјер, у оне секторе обртања капитала где се дугорочним (капиталним) кредитима тргује као акцијама компанија, обвезницама, опцијама и фјучерсима као дериватима акционог капитала.⁵

Сљедећи одлучујући фактор упадања у свјетску економску кризу био је пад цијена основних сировина, који је почео у јулу 2008, након још једног огромног раста цијена хране и енергената, и скоро да је указао на класичан преокрет од шпекулативног балона до кризног слома.⁶

Развијене европске привреде које су куповале производе америчког финансијског тржишта већ одавно осјећају посљедице успоравања привредног раста. ДБП 27 земаља чланица ЕУ у 2007. години био је мањи за 0,1% у односу на претходну годину. Пад стопе привредног раста земаља ЕУ које су након посртања долара и фунте до сада биле бастион економске стабилности у 2008. години

⁴ Нордерн Рок је добила потпуну гаранцију подршке из буџета државе, док је Бер Штернс преузета од стране „универзалне банке” у власништву JP Morgan Chase-a, а Банка Федералних Резерви (Fed), Централна банка Сједињених Држава, организовала је уситњавање и рефинансирање пропалих обвезница.

⁵ Вриједносни пад хартија од вриједности је одмах повукао за собом и цијене структурално слабих компанија на тржишту, нарочито у аутомобилској индустрији, прије него што се проширио структурално и географски на сав капитал који се налази на берзама. Од почетка 2008. године, индекси берзи у САД, Европи и Јапану су у просјеку опали за 35-40 %. Берзе у такозваним BRIC државама (Бразил, Русија, Индија и Кина) из године у годину пријављују пад између 60 и 70 %.

⁶ Све ове тенденције су међусобно повезане и доприносе тенденцији пораста цијене кредита на свјетском нову. Од трећег квартала 2008. тројни регион САД, Европе и Јапана ушао је у рецесију. Масовна незапосленост се драматично повећала у САД, В.Британији и Шпанији и увелико проширила са трансатланског региона на све развијене националне економије. Економске посљедице пораста незапослености су драстичан пад каматних стопа и профита, који су заједно са опадајућом цијеном кредита и убрзаним опадањем потражње, довели до драстичног опадања инвестиција. Ово, са друге стране, доводи до наглог опадања извоза.

износио је око 1,6%. Стопа привредног раста најразвијенијих европских привреда у 2009. години је - 4,0%.⁷

Земље у транзицији, од којих су многе постале чланице ЕУ, само додатно компликују проблем Европи: након позитивних и релативно високих стопа привредног раста претходних година, које су у многим транзиционим привредама биле резултат прилива иностраних средстава посредством комерцијалних банака и међународних финансијских институција, већина европских тржишта у развоју суочила се са сценаријом рецесије и појавом негативних стопа раста друштвеног производа.

Развијене привреде чланице ЕУ суочене са успоравањем раста теже да прибјегну финансијском протекционизму, што највише погађа земље у транзицији ослоњене на кредите иностраних пословних банака, чије филијале послују на њиховим тржиштима. Ово захтијева преоријентацију на зајмове међународних финансијских институција, а прије свега ММФ-а, Свјетске банке, Европске банке за обнову и развој и Европске инвестиционе банке, што је омогућило ренесансу улоге ММФ-а.

Босна и Херцеговина, као земља у транзицији која није чланица ЕУ и није чланица СТО, дијели судбину земаља западног Балкана. Ослоњена у великој мјери протеклих година на приватизационе приходе и доток иностраних средстава у виду страних инвестиција и комерцијалних зајмова датих прије свега привреди, босанскохерцеговачка економија почиње да осјећа посљедице смањеног прилива финансијских ресурса.

2. УТИЦАЈ ГЛОБАЛНЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА БИХ

Свјетска финансијска криза доспјела је у југоисточну Европу са закашњењем, али су њене посљедице зато знатно веће.⁸ Посљедице кризе ублажавају фондови ЕУ која је првобитну кредитну помоћ од 120 милиона евра у међувремену повећала на 165 милиона евра.

Негативне посљедице финансијске кризе не представљају опасност само за економску, већ и за политичку стабилност, прије свега у земљама западног Балкана. Земље које су више укључене у свјетске привредне токове, више су и погођене кризом. Најцрњи статистички показатељи односе се на Босну и Херцеговину, Црну Гору и Македонију, док је и Хрватској ситуација за сада најстабилнија.

Глобална финансијска криза у земљама у развоју, па тако и у БиХ, проузроковала је не само значајан пад извоза и страних директних инвестиција, него и пад у приливу дознака из иностранства и недостатак финансијских извора уз повећану цијену капитала. На пољу тржишта рада одразила се порастом стопе незапослености, јер су многе компаније пропале или извршиле оптимизацију радних мјеста и отпустиле вишак радне снаге. Економски гледано, криза у земљама у

⁷ Ово је далеко од услова потребних за остварење циљева утврђених Лисабонским уговором: више стопе привредног раста и више радних мјеста која би омогућила да се преобликована Европа такмичи са новим економским гигантима Кином и Индијом.

⁸ Колико је која земља погођена кризом, зависи од њеног степена интеграције у свјетске привредне токове, тврде стручњаци.

развоју се огледа највише кроз продубљивање дефицита платног биланса, смањење улагања и нижу стопу раста. Ако гледамо ширу социјалну слику, кризу можемо препознати у паду квалитета јавних услуга, као и повећању стопе сиромаштва и криминала.

Ситуација у БиХ изгледа овако: изразит спољнотрговински дефицит и неповољна структура буџета уз стопу незапослености од 23%. Производна, али и извозна структура (лон послови, извоз сировина и производа са ниском додатном вриједношћу) су неповољне, чему доприноси и недостатак квалификоване радне снаге. Све то заједно чини неповољан амбијент за улагаче и одатле недовољан ниво страних инвестиција. Уз прескуп и неодржив државни апарат, гдје су неусаглашени политички интереси, додатно оптерећење чине огромна социјална давања за угрожене категорије, а пензионери фондови су у латентној кризи.⁹

Посљедице крзе код нас су:

Повећање броја незапослених. Највећа цијена у БиХ плаћена је кроз губитак постојећих радних мјеста, а само је неизвјесно да ли је без посла остало нешто више од 15 хиљада радника у БиХ, како то показује званична статистика, или више од 50 хиљада, како тврде представници синдиката. Када се упореде бројке из августа мјесеца 2009. године са стањем у и на крају лjeta претходне године, постаје видљива дубина понора у који је гурнута домаћа економија.¹⁰ Има ли се у виду широко распрострањени рад на црно у БиХ, није тешко закључити кога су се послодавци, суочени са економском кризом, прво рјешавали. Неколико десетина хиљада радних мјеста, на жалост, није изгубљено у администрацији и међу буџетским корисницима, већ првенствено у производњи. Очекивано, истовремено је повећан и број незапослених за 16.721 у односу на август 2008. године, па је на крају августа 2009. године на списковима завода за запошљавање било 497.034 имена, готово пола милиона.

Смањен извоз. Губитак радних мјеста у БиХ добрим дијелом је посљедица пада ионако скромног босанскохерцеговачког извоза. За првих осам мјесеци 2009. године укупна вриједност извоза из БиХ износила је тек 3,5 милијарди марака, што је у односу на исти период претходне године мање за 22,1%.¹¹ Са друге стране, драстичнио је опао и увоз у БиХ. Не зато што су домаћи производи замијенили увозне, већ због заустављања инвестиција у нова постројења и опрему и смањења реалне куповне моћи грађана. Поред тога, рекордно низак курс долара

⁹ Еулер Хермес је сврстао БиХ у најнижу Д категорију комбинованог економског и политичког ризика у 2009. години поред: Исланда, Украјине, Србије, Вијетнама, Аргентине, Венецуеле, Еквадора, Кеније, Либана и Пакистана, што указује на тоталну технолошку неспремност за глобалну утакмицу.

¹⁰ На крају августа 2009. године у БиХ је укупно било 690.772 запослених, што значи да је за 12 мјесеци изгубљено 15.245 радних мјеста мање или 2,2 %. Ово је још и оптимистичнија варијанта, јер представници синдиката процјењују да је без посла у БиХ у овом периоду остало више од 50.000 људи.

¹¹ Посљедице глобалне кризе нарочито болно су осјетили у текстилној и индустрији обуће, гдје се углавном раде „lohn” послови, гдје је домаћи само рад, а материјал и дизајн стижу од наручиоца посла, а криза на тржиштима богатих западних земаља за посљедицу је имала отказивање нових наруџби.

значио је да БиХ троши нешто мање новца на увоз нафте него раније.¹² Једина добра вијест у читавој причи је да је као резултат смањеног увоза и извоза у овом периоду смањен и „минус“ БиХ у трговини са свијетом, на 4,5 милијарди, што је чак за 29,2% мање него током првих осам мјесеци 2008. године. Лоша вијест је да и поред драстичног пада увоза, и даље продајом властитих производа зарадимо мање од половине вриједности увоза.

Пад дознака из иностранства. Годинама БиХ успијева да мањак новца зарађеног продајом властитих производа и услуга на иностраном тржишту дијелом надокнади дознакама из иностранства. Годишње у БиХ из дијаспоре стигне око двије милијарде евра, што је готово половина вриједности укупног извоза из БиХ или више од 20% годишњег БДП-а. Упркос бојазни да би због посљедица кризе у земљама гдје је босанскохерцеговачка дијаспора најбројнија, а то су западна Европа и САД, овај извор новца могао пресушити, на крају се показало да је ова бојазан била неоснована.¹³

Ситуација у банкарском сектору. Ударе глобалне економске кризе у БиХ је најбезболније поднио банкарски сектор. Све банке у БиХ остале су стабилне, а држава није морала улагати свјеж новац пореских обвезника да би их одржала у животу. Паника које завладала у октобру 2008. године међу штедишама није резултирала тоталним повлачењем депозита и губитком повјерења у банке, чега су се банкарски највише плашили. Ипак и у банкарском сектору криза је узела свој данак, па су укупни кредитни пласмани за првих осам мјесеци 2009. године, само у ФБиХ, у односу на исти период претходне године, смањени за 4%, односно 229 милиона евра. А тај недостатак новца се ипак осјети, посебно у домаћим компанијама које вапе за обртним капиталом. Банкарски се и даље радије одлучују на кредитирање грађана него предузећа па је чак 71% од укупно одобрених кредита намијењено куповини потрошних добара, који се ионако највећим дијелом увозе, па домаћи произвођачи и немају велике користи од ове потрошње.

Одложени опоравак. Коначан износ штете коју је БиХ претрпјела услед директних и индиректних посљедица глобалне економске кризе, знаће се тек када БиХ коначно изађе из кризе. Да би успјешно пребродило предстојећу кризу, босанскохерцеговачко друштво треба осигурати неколико елементарних платформи. Оне се односе на идентификацију ресурса којима располаже, анализу конкурентских предности, тржишних прилика и дистрибутивних канала. Уз то је потребно креирати и програме за дјелотворно и ефикасно управљање природним, људским, организационим, финансијским и тржишним ресурсима. Једини расположиви излаз су симултани напори свих учесника: државе, привредних субјеката, финансијских институција, невладиног сектора, медија и јавности у цјелини. Од могућих потеза

¹² Од јануара до краја августа 2009. године на увоз различитих роба и услуга из свијета БиХ је потрошила 8,01 милијарди марака, што је за 26,2 % мање него у истом периоду претходне године.

¹³ Према незваничним подацима, БиХ је у 2009. години забиљежила пад девизних дознака из иностранства у износу од подношљивих 7%, што је у апсолутном износу око 140 милиона евра.

на државном плану јесте, прије свега, стварање „investment friendly” окружења.¹⁴ Да би се убрзао развој, потребно је инвестирати у инфраструктурне пројекте, путем задужења или концесија гдје је то могуће. Свакако, неопходно је смањити трошкове администрације кроз информатизацију јавног сектора и ефикасно алоцирати буџетска средства. Посебно би требало подстицати развој пољопривреде и сточарства, како би се креирала нова радна мјеста користећи расположиве природне ресурсе.

3. ФИНАНСИЈСКА КРИЗА И ЊЕН УТИЦАЈ НА ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА У БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ

Због глобалне финансијске кризе преполовљен је промет на берзама у БиХ. Пад индекса и смањена тржишна капитализација само су неке од карактеристика босанскохерцеговачког тржишта капитала у прошлој години.

То, међутим, није случај са развијеним тржиштима и тржиштима у регији. Несређена политичка ситуација у БиХ представља и даље велику препреку бројним инвеститорима при доношењу одлуке о алоцирању слободних ресурса. Основна карактеристика свих тржишта у настајању је неликвидност.¹⁵

Основни предуслов сваког ликвидног тржишта је управо постојање што већег броја купаца и продаваца у сваком моменту, могућност тржишта да апсорбује трансакције великих количина, а да то значајније не утиче на цијену и могућност да слједећа трансакција буде извршена по једнакој цијени као и претходна.

Услов за то свакако је спровођење низа структурних реформи на нивоу државе и ентитета, спровођење реформе пензијског осигурања, креирање новог тржишног материјала, приватизација већинског државног капитала преко берзе и тако даље.

Иако су западна тржишта као и тржишта из окружења забиљежила опоравак у прошлој години, тржишта капитала у БиХ су имала негативну корелацију са овим тржиштима, што наравно и не мора бити тако црно као што изгледа. У прошлости смо имали сличну ситуацију: кад су друга тржишта расла, ми смо биљежили пад. У БиХ је био случај да је Бањалучка берза остваривала позитиван тренд раста, а Сарајевска је биљежила пад. То нас је чинило атрактивнијим за улагања у односу на остала тржишта, на којима је касније тренд раста успорен, односно наше је тржиште било и више него јефтино у односу на ова тржишта.¹⁶

¹⁴ „Investment friendly” окружење, између осталог, подразумева доношење повољнијих закона, визне олакшице те борбу против корупције.

¹⁵ Неликвидност се огледа у недостатку стабилних и високих дневних промета, високој волатилности цијена акција, постојању бројних изразито неликвидних акција, при чему је велика могућност утицаја на цијене код малих трансакција.

¹⁶ Посматрајући то са становишта иностраних инвеститора, портфолио теорије и међународне диверзификације, инвеститори који су улагали на наша тржишта када су имала негативан тренд, промјеном циклуса остварили су изнад просјечне приносе управо на Сарајевској и Бањалучкој берзи.

Од опоравка реалног сектора зависи и опоравак тржишта капитала. При- вредни раст доводи до пораста БДП-а по глави становника, чиме расте и куповна моћ грађана БиХ. Растом куповне моћи мијењају се и приоритети грађана.¹⁷

Финансијска тржишта су веома осјетљива на нагле промјене које се дешавају на тржишту, и са аспекта ризика инвеститори преферирају сигурност у односу на принос. Негативни тренд би се могао наставити предизборним кампањама и негативним политичким причама које су већ покренуте и које би стварно могле нанијети још већу штету тржиштима капитала у БиХ.

Опоравак глобалног тржишта ће позитивно утицати и на наше локално тржиште, јер криза је у принципу тамо и настала. Дошли смо у фазу кад држава може одређеним потезима дати стимуланс развоју тржишта капитала, кроз обвезнице и храбрије кретање у приватизацији државног капитала компанија од стратешког значаја нуђењем мањинског власничког удјела путем тржишта капитала. Постоји доста широк спектар активности које БиХ може предузети како би стимулисала развој тржишта капитала, ту је свакако и реформа пензионог система и успостављање пензионих фондова који би били значајан играч на тржишту. Нужно је да институције тржишта капитала прилагоде све своје активности које ће омогућити најлакши и најбржи приступ берзи и омогућити брз и ефикасан проток новца и хартија од вриједности (ХОВ). Истовремено, нужно је да се домаће компаније представе на прави начин и више отворе према инвеститорима, те да више користе издавање ХОВ, било акција или обвезница за финансирање свог развоја.

4. ГЛОБАЛНИ VS ЛОКАЛНИ ФАКТОРИ И ЊИХОВ УТИЦАЈ НА ЛОШ РЕЗУЛТАТ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА У БИХ

Формирање инвестиционих фондова обогатило је финансијску структуру низом нових форми, институција знатно флексибилнијих и ефикаснијих од слабо прилагодљивих и конзервативних банкарских организација. Инвестициони фондови представљају и најпогоднију форму развоја и успјешног функционисања тржишта капитала (на основу мобилисања и стабилног развоја) не само у земљама с развијеним финансијским тржиштем, већ и у онима у којима је постојање тог тржишта тек у зачетку.

У БиХ инвестициони фондови су се прво јавили, у форми приватизационих инвестиционих фондова (ПИФ), као и у већини земаља које су се суочиле са транзицијом у којима је приватизација подразумијевала бесплатну или скоро бесплатну додјелу куповне снаге свим грађанима или једном њиховом дијелу.

За земље у транзицији је било битно да ПИФ-ови имају приватизовану власничку или, бар, мотивациону структуру. На бази тога се могла очекивати рационалност у пословном одлучивању и поклапање циљне функције ИФ са циљном функцијом осталих акционара у приватизованом предузећу. С обзиром на

¹⁷ Апстиненција грађана у току кризе евидентна је у сектору осигурања у протеклој години, али изласком из кризе грађани ће засигурно више улагати у осигуравајућа друштва и различите фондове ради безбрижније старости. Уложена средства осигуравајућа друштва ће инвестирати на тржиште капитала како би оправдала своју постојаност.

чињеницу да је циљна функција ИФ-ова да се увећа вриједност активе којом управљају, тј. да вриједност предузећа из њихових портфолија расте и да привлачи нове инвеститоре, ово друго је могуће само уз услов оног првог, тако да се у бити циљна функција ИФ поклапа са циљном функцијом акционара предузећа, привреде и државе у цјелини. Та циљна функција је дугорочна максимизација профита предузећа.

У БиХ од самог почетка дјеловања (П)ИФ-ова, као колективних инвеститора, било је неразумијевања њиховог мјеста и улоге. Очекивања да ће (П)ИФ-ови одиграти значајнију улогу у реструктурирању предузећа у којима су преузели власништво (па чак и већинско) нису била реална, с обзиром да су они по свом опредјељењу прије свега финансијски (портфолио) инвеститори, а не стратешки (фокусирани на вођење бизниса предузећа). Портофолио предузећа са којима су (П)ИФ-ови располагали је био веома обиман и диверзификован, те је њим било врло тешко управљати. Ако томе додамо да у друштвима и фондовима није било довољно ни знања ни воље за активности реструктурирања предузећа, онда не чуди да су (П)ИФ-ови били пасивни у унапређењу перформанси предузећа са циљем привлачења стратешких инвеститора.

Од (П)ИФ-ова је очекивано пуно у процесу приватизације. Мислило се да ће они на ефикасан начин извршити концентрацију власништва и уложити повјерене им ваучере у предузећа која имају перспективу. Нажалост, у БиХ се то није десило.

Међутим, десило се да су ПИФ-ови постали само ниједи учесници на скупштинама акционара, дијелом и због објективних околности - малог учешћа у власништву, а дијелом због незаинтересованости и лоше мотивисаности самих друштава за управљање тим фондовима.

Фактори који су утицали на лош резултат ИФ у БиХ могу се подијелити на глобалне и локалне. Глобални фактор је финансијска криза, а локални фактори су бројни: лош привредносистемски амбијент, нестабилно окружење, прије свега политичко и економско, онда и фактори који се директно односе на бизнис берзанског пословања и тржишта капитала, а ту можемо као главни недостатак навести недостатак тржишног материјала, односно недостатак понуде за инвеститоре који би инвестирали у ХОВ.

4.1. Глобални фактор(и)

Дубоки поремећаји на финансијском тржишту прерасли су у снажну глобалну рецесију. Први пут у протеклих 60 година опада свјетска привредна активност, прилив финансијских средстава ка тржиштима у развоју се смањује, а обим свјетске трговине такође опада. Владе најјачих свјетских економија суочавају се са великим изазовом да предупредe или бар смање утицај негативних токова у привреди, не умањујући значај економских параметара који ће омогућити евентуални опоравак.

Према процјенама ММФ-а пад БДП-а најразвијенијих европских привреда у 2009. години износи 4%. Пројекције за 2010. годину такође указују да ће стопа привредног раста поменуте групе земаља бити негативна. Осим САД-а, које су жариште кризе, и земље ЕУ и Јапан такође биљеже рецесију.

Претпоставка да ће свјетска тржишта у развоју генерисати довољно високе стопе раста друштвеног производа да глобална стопа привредног раста не склизне у негативну зону, показује се као нереална.¹⁸ Прогнозе за земље у транзицији такође су песимистичке.

Поређења између азијске кризе из 1997/98. године и оне која је погодила земље источне и централне Европе 2008/09. године указују да је могуће да криза на дужи рок озбиљније погоди поменуте економије. Предвиђало се да ће стопа привредног раста у земљама источне и централне Европе у 2009. години износити - 4,2% док ће у 2010. години доћи до благог опоравка и раста од 1,5%.

Табела 1. Стопе и прогнозе стопа привредног раста за изабране земље у транзицији у%, у односу на претходну годину

Земља/година	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Албанија	6,2	5,5	-2,0	2,0	4,5	5,5	6,0
Јерменија	13,7	6,8	-1,9	2,5	4,5	5,7	6,2
Азербејџан	25,0	10,8	-0,9	5,2	6,9	7,6	7,2
Бјелорусија	11,9	10,0	-8,6	1,7	5,3	5,0	5,0
БиХ	5,9	5,5	-3,0	1,5	4,0	5,0	6,0
Бугарска	6,2	5,9	-3,1	-1,5	2,4	3,1	4,5
Хрватска	5,6	3,3	-1,5	1,0	3,2	3,9	3,2
Чешка	6,0	3,2	-2,1	1,1	3,3	4,0	3,7
Естонија	6,4	-3,3	-1,3	0,6	2,7	3,5	3,9
Грузија	12,3	2,1	-0,9	1,5	4,0	4,4	5,4
Мађарска	1,1	0,5	-6,4	0,1	2,6	3,1	3,9
Казахстан	8,5	3,0	-1,9	2,4	5,5	6,6	6,7
Летонија	10,2	-2,0	-12,3	-3,4	2,8	3,2	3,5
Литванија	8,9	3,2	-10,6	-0,1	3,6	3,9	4,2
Македонија	5,9	5,0	-0,7	1,5	5,8	5,4	5,3
Пољска	6,6	5,4	-2,7	2,8	4,3	3,6	3,3
Румунија	4,9	7,1	-4,2	0,0	3,8	2,1	5,4
Русија	8,1	5,6	-4,0	1,1	3,5	4,5	4,8
Србија	7,5	5,4	-2,2	0,1	3,5	4,2	4,8
Словачка	10,4	6,4	-2,5	1,3	3,0	3,5	3,7
Словенија	6,8	3,5	-2,9	1,9	2,6	3,4	2,8
Украјина	7,6	2,1	-14,7	1,3	3,8	4,5	4,8

Извор: Business Monitor International Special Report: Emerging Europe: The Crises and the Recovery, April 2009., pg. 13.

Процјене о кретању привредне активности за велику групу земаља у транзицији и пројекције до 2013. године направљене од стране *Statistical Agencies BMI*

¹⁸ Кинески модел контролисаног привредног раста, који очигледно даје резултате у пракси, обезбиједио је овој земљи стопу привредног раста у 2009. години од око 8 % што је, ипак, за 4 % мање од остварених 12 % у 2007. години. Будући да је Кина издвојила 587 милијарди долара као подршку привреди за излазак из кризе и да је према подацима из фебруара 2009. године забиљежен раст промета у veleпродаји од 15 %, најважнија преокупација Кине остаће праћење солвентности америчке привреде ради наплате доспјелих потраживања по каматама на краткорочне државне обвезнице америчке владе, чији је Кина највећи купац.

Forecasts указују да би све посматране транзиционе привреде у зону солидног привредног раста требало да уђу већ 2010. године (осим Летоније, Литваније и Бугарске).

Пораст систематског макроекономског ризика већ је довео до смањења кредитног рејтинга у скоро свим посматраним земљама у транзицији што захтијева ургентно повећање стабилности у свим поменутим привредама. У наредном периоду реално је очекивати присуство негативних фактора попут фискалног дефицита, јачања социјалних немира, депресијације валуте, погоршавања глобалних услова задуживања и повећаног ризика од инсолвентности банкарског сектора.¹⁹ По јачини и трајању финансијска криза која је у току премашује, вјероватно, све досадашње економске и финансијске ломове. У овој години могло би доћи до благог опоравка свјетске економије и стопе привредног раста од 1,7%. Према студијама ММФ-а објављеним у *World Economic Outlook-u* из октобра 2008. године рецесија у свјетској привреди може бити јача када јој претходи финансијска криза и надувавање цијена на тржишту некретнина. Управо присуство наведених карактеристика у актуелној глобалној финансијској кризи условљава пад свјетске привредне активности и рецесију у многим земљама.

У БиХ је штедња дефинитивно била хит по улагањима грађана у 2009. години. Кризна 2008. година с поразима на босанскохерцеговачким тржиштима капитала и високим губицима на имовини вратила је грађане на сигурније мјесто, тамо одакле су прије неколико година започели авантуру с ризичнијим улагањем тражећи већу зараду. Упознали смо нове финансијске производе, банке су се помириле са тим да су на тржиште стигли „неки нови инвеститори” (мисли се на ИФ-ове), уосталом и саме су под својим кровом развијале нове могућности улагања.

Навике су се почеле мијењати и промјене су свој врхунац доживјеле 2007. године када се догодио бум на акцијском тржишту и у ИФ-овима. Трајало је неко вријеме - а онда се криза са свјетских тржишта почела преливати и на наше, па се десило оно што је било неизбјежно - (пре)висок лет се завршио са болним минусима. Таква је била 2008. и 2009. година, тако је данас, а не треба се надати ни да ће блискија будућност означити растанак са глобалним песимизмом.

Наши економски и финансијски проблеми су, прије свега, резултат наших домаћих унутрашњих економских проблема као што су застарјела предузећа, изгубљена тржишта, политизација економије, споро прилагођавање промјенама у окружењу и слично. Изостала је и стално слаби привредна активност, што је општи проблем за експанзију фондовске индустрије. Ове године се грађани БиХ мање задужују, мање купују и мање инвестирају, а када то раде, чине то у сигурне класичне финансијске производе.²⁰

¹⁹ Земље у транзицији које имају режим пливајућег девизног курса већ су се суочиле са смањењем вриједности своје валуте у односу на стране. Притисак на валуте земаља у транзицији са фиксним девизним курсом ће се, међутим, наставити тако да је сценарио девалвације бугарске и валута балтичких земаља врло реалан (отуд и пројекција негативних стопа раста за поменуте привреде у 2010. години). Пораст политичког ризика у привредама у транзицији такође је неминован. Спирално растућа незапосленост и јавно исказивање незадовољства због смањених плата редуковаће капацитет држава и влада за вођење економске политике и појачати већ постојеће политичке тензије нарочито у балтичким земљама, Мађарској, Чешкој, Русији и Украјини.

²⁰ Нису сви повукли новац из фондова, нису сви одустали од акција, на крају ријеч је о улагањима за која сада знамо (а знали смо и на почетку) да имају и своје ризичне фазе. Међутим, идила се

Иако пад вриједности акција и фондова утиче на смањење богатства или имовине становништва, то уопште не мора битно утицати на свакодневни живот, односно стандард грађана. Лако је могуће да су у последње вријеме грађани почели смањивати штедњу и улагања, а та средства трошити за свакодневни живот, односно одржавање редовног животног стандарда - редовне потрошње. Познато је да становништво има склоност пеглања потрошње, тако да ту нема наглих скокова ни падова, а знатно веће осцилације постоје код штедње и инвестиција.

4.2. Локални фактори

Бројни су и доминантни локални фактори који су утицали на лош резултат ИФ-ова у БиХ. Неки од тих фактора су следећи:

- лош привредносистемски амбијент,
- дефекти у концепту приватизације,
- неразвијеност финансијских тржишта,
- неразвијеност тржишта капитала,
- слабо корпоративно управљање,
- неразвијеност портфолио менаџмента,
- институционалне нелогичности,
- слаба међуентитетска трговина и регионално повезивање.

Сваки од ових фактора појединачно захтијева дубљу анализу која ће бити дата у наставку рада.

4.2.1. Лош привредносистемски амбијент

Перспективе ИФ у земљама у развоју су потенцијално биле врло велике за све оне који су знали и хтјели да их искористе. Њихова улога у прикупљању и алоцирању штедње инвеститора може бити велика. Земље у којима су фондови одиграли адекватну улогу у процесу приватизације брже су развиле своје финансијске системе и достигле више нивое њихове ефикасности. БиХ се, нажалост, не може сврстати у те земље.

Разлог таквом стању је уопштено гледано, низак ниво транзиционих реформи, а добро је познато да је успјех у транзицији у директној вези са конкурентношћу и условима за покретање бизниса. Погледајмо шта о томе говоре Индекс глобалне конкурентности - GCI (*Global Competitiveness Index*)²¹ Свјетског економског форума (WEF) и показатељи *Doing Business* Свјетске банке.

завршила. Сада се тражи сигурност и није битно што благи пораст камата на штедњу само дијелом може надокнадити убрзану инфлацију које се сви прибојавамо као највећег зла. Уз класичну и рентну штедњу, готово све банке имају неке посебне понуде, тзв. премијске штедње, чиме држе пажњу штедиша који су се ионако одлучили на повратак.

²¹GCI се састоји од 12 нивоа конкурентности који су груписани у три подиндекса. Подиндекс А се односи на базичне захтјеве конкурентности са нивоима: 1) институције, 2) инфраструктура, 3) макроекономска стабилност, 4) здравство и основно образовање. Подиндекс Б се односи на

Конкурентност према извјештајима Свјетског економског форума. Извјештај о глобалној конкурентности изражава конкурентност земаља користећи два основна показатеља конкурентности.²² Први показатељ је GCI који говори о средњорочним изгледима и способностима неке економије да генерише одређени ниво продуктивности, односно GDP.

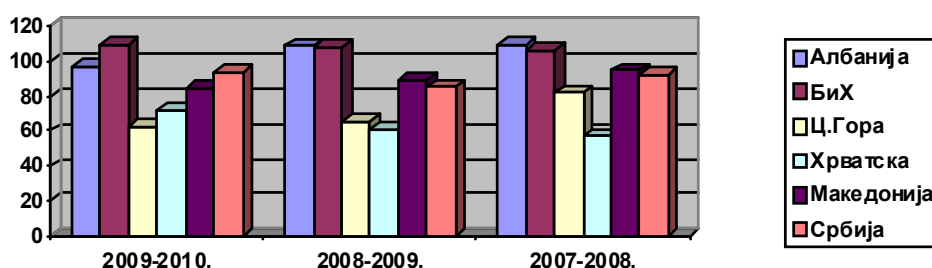
Ради бољег поређења у табели 2. биће дат ранг посматраних земаља у региону према Извјештају о глобалној конкурентности у задње три године. Од посматраних земаља 2009-2010. године највећу конкурентност има Црна Гора на 62. мјесту. На дну лествице налазе се, и то као задња, БиХ на 109. и предзадња Албанија на 96. мјесту. Поражавајућа је чињеница да је БиХ 109. од 133 рангиране земље.²³

Табела 2. Ранг земаља у региону према GCI у задње три године

Држава	GCI 2009-2010. (рангиране 133 земље)	GCI 2008-2009. (рангиране 134 земље)	GCI 2007-2008. (рангирана 131 земља)
Албанија	96	108	109
БиХ	109	107	106
Ц.Гора	62	65	82
Хрватска	72	61	57
Македонија	84	89	94
Србија	93	85	92

Извор: The Global Competitiveness Report 2009-2010, World Economic Forum, Geneva, Switzerland, 2009. Доступно на: [www.weforum.org/pdf/GCR09/GCR20092010fullreport.pdf]

Графикон 1. Поредак земаља у региону према GCI у задње три године



појачиваче ефикасности са следећим нивоима: 5) високо образовање и тренинг, 6) ефикасност реалних тржишта, 7) ефикасност тржишта рада, 8) софистицираност финансијских тржишта, 9) технолошка спремност и 10) величина тржишта. Субиндекс Ц обухвата факторе иновација и софистицираности са нивоима: 11) пословна софистицираност и 12) иновације. (Global Competitiveness Report 2010-2009, доступно на: www.weforum.org) (17.09.2009.).

²² The Global Competitiveness Report 2009-2010, World Economic Forum, Geneva, Switzerland, 2009. Доступно на: [<http://www.weforum.org/pdf/GCR09/GCR20092010fullreport.pdf>] (16.09.2009.).

²³ Према извјештају WEF-а за 2009-2010. годину Швајцарска је преузела од САД прво мјесто на ранг листи. САД су челну позицију изгубиле углавном због финансијске кризе и нараслог фискалног дефицита, наводи се у извјештају и додаје се да је Швајцарска успјела да преузме вођство зато што су њене перформансе „релативно стабилне”.

Други показатељ је ВЦИ (Индекс пословне конкурентности - Business Competitiveness Index), који говори о краткорочним изгледима економије да ствара одређену продуктивност која се темељи на квалитету пословне економије и квалитету стратегија и пословних операција предузећа.²⁴ Редослијед у индексу пословне конкурентности је идентичан ономе за глобални индекс конкурентности. БиХ је и код ВЦИ на посљедњем мјесту у односу на земаље у региону.

Табела 3. Ранг земаља у региону према подиндексима ВЦИ 2009-2010.

Држава	Квалитет пословне инфраструктуре	Софистицираност компанијских операција
Албанија	97	109
БиХ	132	117
Ц.Гора	118	80
Хрватска	48	84
Македонија	88	96
Србија	122	102

Извор: The Global Competitiveness Report 2009-2010, World Economic Forum, Geneva, Switzerland, 2009. Доступно на: [www.weforum.org/pdf/GCR09/GCR20092010fullreport.pdf]

Конкурентност се стиче, одржава и губи. Интензивирање реформи у земљама у региону и у БиХ отвара прилике да се стекну нове конкурентске предности које ће подићи продуктивност економије, односно њену способност да ствара већу акумулацију и већу додатну вриједност или GDP.

Извјештај WBRD - Doing Business и мјесто БиХ у односу на земље у региону. *Doing Business* (лакоћа пословања) је систем перформанси који индицира атрактивност пословне околине и услове за пословање компанија у различитим земљама свијета.²⁵ *Doing Business* обухвата десет индикатора квалитета пословне околине, који се синтетизују у јединственом индикатору *Doing Business*.²⁶ Овај индикатор је значајан јер указује на ангажман влада земаља да унаприједи услове

²⁴ ВЦИ се састоји од два подиндекса и то: 1) квалитета пословне околине у одређеној земљи и 2) софистицираности компанијских операција и стратегије. ВЦИ се пројектује на микроекономске факторе конкурентности и има изразита обиљежја секторске специфичности, тј. разликује се од индустрије до индустрије у оквиру исте земље. (Global Competitiveness Report 2010-2009, www.weforum.org) (17.09.2009.).

²⁵ Rankings – Doing Business – The World Bank Group. Доступно на: www.doingbusiness.org. (18.09.2009.)

²⁶ *Doing Business* је компонован од следећих десет индикатора: 1) услови отпочињања бизниса, 2) прибављање дозвола за рад, 3) запошљавање и радни односи, 4) регистрација власништва, 5) добијање кредита, 6) заштита инвеститора, 7) плаћање пореза, 8) међународно пословање, 9) извршење уговора и 10) затварање бизниса. Индикатори *Doing Business* не изражавају се преко неких оцјена него на бази ранга у односу на укупан број посматраних земаља – што нижи ранг, већа атрактивност околине бизниса. У *Doing Business* 2010. и 2009. посматране су 183 земље (www.doingbusiness.org) (18.09.2009.).

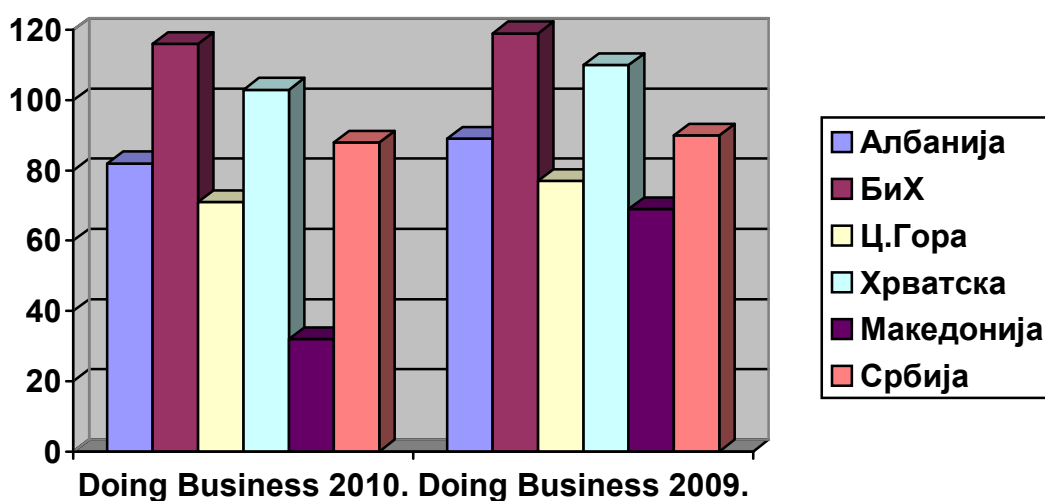
пословања за инвеститоре и бизнисмене. Док се макроекономски услови бизниса уређују углавном политикама главне власти, пословна околина је често у рукама нижих нивоа власти, па се пословна околина јако разликује за поједине индустрије и на различитим нивоима децентрализоване власти.

Табела 4. Ранг земаља у региону према *Doing Business* 2010. и 2009.

Земља	Doing Business ранг 2010.	Doing Business ранг 2009.
Албанија	82	89
БиХ	116	119
Ц.Гора	71	77
Хрватска	103	110
Македонија	32	69
Србија	88	90

Извор: Rankings - Doing Business - The World Bank Group. Доступно на: www.doingbusiness.org.

Графикон 2. Поредак земаља у региону према *Doing Business* 2010. и 2009.



Табела 4, на којој је представљен ранг земаља у региону у погледу индикатора *Doing Business* - лакоћа пословања показује значајна одступања у односу на ранг конкурентности коју истражује Свјетски економски форум преко свог Извјештаја о глобалној конкурентности. Према *Doing Business* међу земљама у региону Македонија има најбоље услове за бизнис, а иза ње слиједи Црна Гора, Албанија, Србија, Хрватска и на крају БиХ.

Из претходних анализа се намеће закључак да је тешко из домаће акумулације повећати ликвидност, када привреда у БиХ не ради и те акумулације нема. Страни инвеститори нас, с друге стране, заобилазе јер смо за њих мало и дјелимично неуређено, а самим тим и ризично, тржиште. Види се да су и могућности за ИФ-ове на том и таквом тржишту сасвим ограничене.

Табела 5. Компрација Doing Business ранга 2010. и 2009. за БиХ

Р.б.	Doing Business индикатор	Doing Business ранг 2010.	Doing Business ранг 2009.	Промјена ранга побољшање/погоршање
1.	Отпочињање бизниса	116	119	+3
2.	Дозволе за рад	160	162	+2
3.	Запошљавање	111	109	-2
4.	Регистровање власништва	139	149	+10
5.	Добијање кредита	61	59	-2
6.	Заштита инвеститора	93	88	-5
7.	Плаћање пореза	128	155	+27
8.	Међународно пословање	63	58	-5
9.	Извршење уговора	124	124	0
10.	Затварање бизниса	63	63	0

Извор: Rankings - Doing Business - The World Bank Group. Доступно на: www.doingbusiness.org.

На лошу позицију БиХ, посматрајући 10 основних анализираних показатеља, највише су утицале изузетно компликоване процедуре за отпочињање бизниса, регистрацију власништва и наплате потраживања, док смо, пак, највећи напредак направили у издавању грађевинских дозвола.²⁷

4.2.2. Дефекти у концепту приватизације

Као што потврђују резултати сектора предузећа, промјена власничке структуре у БиХ није резултирала дјелотворним реструктурирањем предузећа. Већина приватизованих предузећа нису мотивисана за остваривање добити због начина на који је спроведен процес приватизације. Емпиријска истраживања из других привреда у транзицији показала су не само да је приватизација у великој мјери у корелацији с реструктурирањем предузећа, већ да је и метод приватизације повезан с погодностима које резултирају из реструктурирања предузећа. Нажа-

²⁷ Највећи напредак у односу на претходне извјештаје БиХ је, према оцјени аналитичара Свјетске банке, направила у смањењу процедура и утрошеног времена за добијање грађевинских дозвола – трају 255 дана и за 9,2 дана су краће од регионалног просјека. Да би неко у нашој земљи започео бизнис принуђен је да прође 12 корака и изгуби 60 дана, што је најкомпликованија и најдужа процедура у региону источне Европе и централне Азије, док је цијена за покретање посла благо повољнија, али опет знатно виша од регионалног просјека. Даље, онај ко жели да региструје своју имовину у БиХ мора да закуца на седам врата и изгуби 84 дана, што је доста дуже од регионалног просјека који износи 5,7 корака и 59,7 дана. Што се тиче наплате потраживања из комерцијалних уговора, у БиХ је у судовима потребно да прође више од годину и по дана (595 дана), док регионални просјек износи 450,9 дана, док су трошкови тог поступка такође изузетно високи (38,4 % од тужбеног захтјева). БиХ такође, лоше стоји у запошљавању радника, добијању кредита и заштити инвеститора, док имамо нешто повољнију пореску политику, те услове за међународно пословање и затварање бизниса.

лост, приватизација у БиХ се прије свега ослањала на неке мање дјелотворне методе. Иако је кориштено више метода приватизације, технике масовне приватизације су обухватиле највећи број процеса у оба ентитета (68% приватизованих фирми у ФБиХ и 45% у РС) (Домазет и други 2008: 78). Приватизација је дала важну улогу трима групама актера: (П)ИФ-овима, лицима повезаним с предузећем - инсајдерима (тј. директорима и радницима) и држави.

Дизајн програма масовне приватизације у оба ентитета давао је предност локалним власницима ваучера у односу на странце. Страни инвеститори су, као резултат тога, били ограничени на куповину само 30% акција готовином, у односу на 55% акција које су задржане за власнике ваучера. Највећи дио ваучера у РС (двје трећине свих ваучера) или сертификата у ФБиХ замијењен је за акције у (П)ИФ-овима у оба ентитета, што је довело до тога да су (П)ИФ-ови највећи акционари предузећа која су подвргнута масовној приватизацији.²⁸

Упркос широко распрострањеном присуству (П)ИФ-ова у власничкој структури приватизованих предузећа, (П)ИФ-ови никад не посједују контролни пакет акција. Закон у БиХ ограничава удио који у предузећу може имати један (П)ИФ на 30%, ограничавајући могућности (П)ИФ-ова да раде као дјелотворни власници. Уз то, мотивациона структура која би им омогућила да (П)ИФ-ови дјелотворно управљају приватизованим предузећима у својим портфолијима, такође, недостаје. Као резултат тога, (П)ИФ-ови су де факто постали пасивне компаније за управљање порфолиом.

Још један фактор који доприноси пасивности (П)ИФ-ова је структура њихове надокнаде. (П)ИФ-ови примају провизију за управљање од 1% у ФБиХ и 2% у РС. Та провизија се обрачунава као проценат нето вриједности средстава у предузећима у портфолију (П)ИФ-а. Оригинална вриједност средстава је, међутим, заснована на књиговодственој вриједности, без адекватног механизма за прилагођавање евалуације на тржишну вриједност, што доводи до високог инфлаторног повећања тих износа.²⁹

Та чињеница обесхрабрује (П)ИФ-ове и спречава их да предузму било какве активности са циљем признавања реалне вриједности њихових улога, јер би то имало негативан утицај на њихове управљачке провизије. Мотивација за продају акција на транспарентан начин или за покретање напора на реструктурирању у предузећима, која су у проблемима, такође, недостаје. Према томе, институционално окружење спречава (П)ИФ-ове да играју смислену улогу менаџера у предузећима која су у њиховим портфолијима.

Зато се ИФ-ови сматрају највећим примјером негације приватизације, јер није познато да је иједан од њих дпринио повећању производње или запослености у предузећима чије акције посједују, а због тога су основани.

²⁸ Средином 2004. године у ФБиХ је постојало 11 (П)ИФ-ова, а у РС 13. Осигурање акција у великом броју предузећа типично је за (П)ИФ-ове у оба ентитета. Неки (П)ИФ-ови су осигурали акције у преко 200 предузећа у РС, а највећи (П)ИФ у ФБиХ осигурао је акције у 111 предузећа.

²⁹ У овом тренутку, вриједност средстава се обрачунава на основу смјерница Комисије за хартије од вриједности, које су и даље везане за књиговодствену, а не тржишну, вриједност средстава.

4.2.3. Развој финансијског тржишта, посебно тржишта капитала

Привредни развој доприноси развоју финансијских тржишта, али и развој финансијских тржишта повратно доприноси привредном развоју. Неразвијена финансијска тржишта један су од озбиљнијих разлога спорог изграђивања тржишне привреде у БиХ (Мастанак, Лакић 2008: 109-112).

Залагање за адекватан развој финансијског тржишта у БиХ мора попримити конкретну форму стварања неких нужних предуслова за његов пуни настанак и ефикасан развој, као што су: приватизација, општа монетарна стабилност, правна сигурност, образовање кадрова.

Кључни предуслов развоја финансијског тржишта уопште је приватизација. Другим ријечима, потребно је установити јасну и ефикасну својинску структуру која је уједно у складу са, конкурентним и тржишним, привредним системом који се жели изградити и развијати.³⁰

Карактеристично за садашњи степен развоја тржишта капитала у БиХ је да, са једне стране, постоје видљиви знаци успостављања организованог тржишта и дјеловања тржишта капитала у којима доминира приватна иницијатива, док су, са друге стране, присутни проблеми везани за недовршену транзицију и власничку трансформацију. Успорен процес приватизације нарочито негативно утиче на бржи раст тржишта капитала. Тржиште капитала у БиХ се данас налази се на својеврсној прекретници.

Основна функција тржишта капитала у вријеме његовог формирања била је да послужи ефектуирању процеса приватизације. Приватизацијом државног капитала нови акционари су стекли учешће у колективном власништву (путем ПИФ-ова) као и индивидуално власништво над приватизованим предузећима.

Трансформацијом ПИФ-ова у ИФ-ове, обавезом смањења учешћа у власништву емитента те ограничењима у инвестирање у хартије домаћих емитента, маневарски простор дјеловања ових фондова је сужен, те је за њихову активнију улогу у будућности потребно измијенити регулативу која би стимулисала њихову активност. С друге стране, та регулатива их треба подстицати да користи од успјеха инвестиционих улагања имају и акционари фондова (грађани) а не само власници друштва за управљање фондовима (ДУФ).

С обзиром да акција за свог власника може имати вриједност тек уколико постоји могућност њене продаје, успостављање уређене и функционалне инфраструктуре тржишта капитала је било императив. Интензиван промет на обје берзе ХОВ од њиховог оснивања је потврда изнесеној тези. На берзама се готово искључиво трговало акцијама произашлим из процеса приватизације. Међутим, за све вријеме од почетка трговања на берзама, број продаваца ХОВ је био

³⁰ Јасна својинска структура: државна или приватна, са изузетно наглашенијим учешћем ове друге, је оно што представља природни амбијент и предуслов за функционисање ефикасног финансијског тржишта. Због тога одлагање добро организоване, брзе, праведне и ефикасне приватизације значи одлагање развоја ефикасног финансијског тржишта са развијеном функцијом портфолио менаџмента и ефикасном алокацијом новца и капитала као њиховом посљедицом.

вишеструко већи од броја купаца, што је резултирало непрекинутим трендом смањивања броја активних акционара на тржишту капитала у БиХ.³¹

Не треба заборавити напоменути да је важан учесник на примарном тржишту капитала и држава, која емитујући обвезнице долази до значајних средстава, која се углавном користе за финансирање инфраструктурних пројеката. Тржишним „материјалом” креираним на примарном тржишту капитала „храни” се секундарно тржиште - берза. Од развоја једног сегмента тржишта директно зависи и развој другог. Може се констатовати да су берзе у БиХ сасвим добро обавиле задатак постприватизацијског тржишта, како у смислу могућности продаје стечених акција са једне, тако и у смислу концентрације власништва у приватизованим предузећима, са друге стране. Међутим, приватизацијски материјал на берзама се неминовно и релативно брзо „троши”. Акцијама неколико врло перспективних приватизованих предузећа на обје берзе више се и не тргује или се тргује врло спорадично. Са друге стране, у трговање на обје босанскохерцеговачке берзе готово уопште не долазе нове акције.

Примарно тржиште капитала у БиХ изузетно је слабо развијено. Емисиона активност предузећа сведена је на затворене продаје, у којима се цјелокупне емисије акција продају једном или ужем кругу унапријед познатих купаца.³² Због свега наведеног сматрамо да ће у наредном периоду бити неопходно предузети низ конкретних радњи на унапређењу тржишта капитала у БиХ, како би оно постало уређеније, ефикасније, садржајније и транспарентније. Дјеловање на унапређењу тржишта треба бити усмјерено у два правца - на модернизацију и хармонизацију регулаторног оквира, те на побољшање ефикасности инфраструктуре и креирање нових финансијских инструмената. Реформа пензионог система је једна од активности од којих се очекује снажан потстицај развоју тржишта капитала.

Добро је за тржиште капитала у БиХ што се локалне заједнице (општине, градови) све више одлучују на емитовање муниципалних обвезница те финансирају пројекте из тако прикупљених средстава.

4.2.4. Корпоративно управљање у БиХ

Управљање акционарским друштвима, односно предузећима, уз кориштење одређених стандарда и кодекса, постепено постаје дио кодекса пословне културе у свим земљама југоисточне Европе. Поштовање и равноправан третман акционара, објављивање информација о пословању и одговорност свих управ-

³¹ Овај тренд је уобичајен за све земље које су прошле транзицију друштвеноекономског система и у којима је тржиште капитала настало као резултат процеса масовне приватизације. Тренд смањивања броја учесника у трговању на берзама, сам по себи, не би био забрињавајући да са собом не доноси и концентрацију власништва над предузећима чијим се акцијама тргује на берзама. Концентрација власништва за посљедицу има смањење расположиве количине акција на тржишту, због чега прије или касније долази до смањења активности на берзи.

³² На нашем тржишту капитала озбиљан проблем представља и недостатак правовременог и цјеловитог објављивања информација о пословању предузећа чијим се акцијама тргује на берзи, али и свих других информација чије би објављивање могло имати утицај на цијене ХОВ или промет на берзи.

љачких структура у акционарским друштвима су основна начела корпоративног управљања које стидљиво постаје саставни дио економских кретања и у БиХ.³³

Корпоративно управљање се односи на процесе, обичаје, политике, законе и институције које утичу на начин како се корпорација усмјерава и како се њоме управља. Добро уређено корпоративно управљање омогућава предузећима раст и напредак и доноси економску добит цијелом друштву. У босанскохерцеговачким предузећима оквир за корпоративно управљање је слаб и због тога је процес реструктурирања предузећа веома спор. Ово је резултат недовољне мотивације менаџера и власника да преузму дјелотворну контролу над предузећима и процесом реструктурирања. Постојећи законски оквир и институционалне активности такође су неодговарајуће.³⁴

Корпоративно управљање је систем којим се воде и контролишу предузећа. OECD принципи корпоративног управљања дефинишу корпоративно управљање као скуп односа између управе предузећа, надзорног одбора, његових акционара и других носилаца материјалног интереса. Корпоративно управљање, такође, омогућава структуре кроз које се успостављају циљеви предузећа и утврђују средства за постизање тих циљева и надгледање учинака.³⁵

Добро корпоративно управљање и у РС и у ФБиХ треба да пружи исправне подстицаје за реализацију циљева који су у интересу предузећа и акционара и треба да подржи дјелотворно надгледање тако да охрабрује предузећа да ефикасно користе своје ресурсе. Специфичност предузећа се огледа у раздвајању власништва од управљања и постојању природног конфликта интереса међу заинтересованим учесницима у процесу корпоративног управљања: акционара, малих или са могућношћу контроле или значајнијег утицаја институционалних инвеститора, повјерилаца, управе и запослених. Да би се створили предуслови за хармонију и вођење предузећа у најбољем интересу свих, а најприје акционара - власника, потребно је што прецизније регулисати међусобне односе споменутих интересних група и омогућити досљедно поштовање и примјену успостављених правила игре.

Донесени закони и регулаторни пописи из ове области у БиХ су близу међународних стандарда у погледу главних питања корпоративног управљања, међутим, постоји огроман раскорак између текста закона и стварне праксе.

4.2.5. Развој функције портфолио менаџмента у БиХ

Развој функције портфолио менаџмента у БиХ подразумијева увођење великог броја финансијских инструмената, посебно у форми ХОВ и изградњу нових и детаљну реконструкцију постојећих финансијских институција. Приватизација, која је требало бити праведна и ефикасна, као и спремност на дубљу дерегулацију привредног живота, представљају врло важне предуслове овога

³³ Више видјети у: *Корпоративно управљање у региону – Више информација – више новца*, Економист РС, Бања Лука, број 7. јун 2008. године.

³⁴ Више видјети: *Корпоративно управљање и реструктурирање*, објављено 26.03.2009. године. Доступно на: [<http://www.ekapija.ba/website/bih/page/226583>] (17.09.2009)

³⁵ Видјети: *Christian Strenger, свјетски стручњак за корпоративно управљање: Нема новца без доброг управљања*, Лидер БиХ, online.

Доступно на: [<http://www.liderpress.hr/Default.aspx?sid=58221&to=Printable.ascx>] (17.09.2009)

процеса. Поред тога, развој финансијског тржишта и, унутар њега, функције портфолио менаџмента подразумева монетарну стабилност, ефикасну правну државу, темељну кадровску реконструкцију и иновирање образовних институција, али и промјену свијести широких слојева друштва о предусловима и модалитетима ефикасног пословања.

Управљање портфолиом ХОВ и инвестициони фондови, њихово настајање и развој, у земљама у транзицији треба посматрати у контексту темељних економских реформи, неопходних овим земљама да би изашле из вишедеценијске стагнације и релативног сиромаштва. Изоловано, портфолио менаџмент, као функција и инвестициони фондови, као институције унутар финансијског система, не могу дати очекиване резултате (Шошкић 2001: 346-355).

Значи, само у пакету реформи финансијског и у цјелини привредног система, портфолио менаџмент и ИФ могу пружити свој пуни и врло значајан допринос оздрављењу и просперитету националне привреде БиХ.

Портфолио менаџмент представља функцију управљања инвестицијама у ХОВ која је, у различитим формама, потребна индивидуалним и институционалним инвеститорима. Основни предуслов за њено јављање је појава и активан промет већег броја ХОВ на националном финансијском тржишту. Ако је овај основни предуслов испуњен, портфолио менаџмент ће, као функција, настати спонтано, при чему можда многи субјекти неће у потпуности бити свјесни њеног настанка и примјене, а посебно њених перспектива и предуслова даљег развоја.³⁶

Афирмација и развој функције портфолио менаџмента представља успостављање система одабира ХОВ који доводи до подизања ефикасности финансијског тржишта и обезбјеђује да се са расположивим капиталом оствари већа ефикасност инвестиција у националној економији. Тако се, и уз постојећи ниво капитала, може обезбиједити већа привредна активност и профитабилност домаће привреде, као предуслова вишег нивоа општег материјалног благостања грађана. Ово је посебно важно за земље са хроничном оскудицом капитала, а управо такве земље су већина земаља у транзицији, а нарочито БиХ.

Портфолио менаџмент као резултат има да акције предузећа (која по оцјени инвеститора имају слабије профитне перспективе, па тиме и слабије моћи зарађивања за њихове имаоце - акционаре) буду понуђене у већем броју на финансијском тржишту. Већи интерес за продају од интереса за куповину своди цијене ових ХОВ на нижи ниво који омогућује заинтересованим инвеститорима да на повољном нивоу цијена преузму контролни пакет акција у таквим предузећима. Тиме ће заинтересоване инвестиционе групе да наметну свој менаџмент и стратегију развоја, чиме их постављају на колосјек оздрављења.

Овакво спонтано, од стране државе готово неконтролисано, реструктурирање привреде, за највећи број малих и средњих предузећа може представљати излаз из вишегодишње стагнације или пословања са губицима. Истина, преузимање и удруживање посредством финансијског система, а као посљедица активног портфолио менаџмента, захтијева и дубину финансијског тржишта, која

³⁶ Предуслови настанка функције портфолио менаџмента, као основе подизања ефикасности алокације новца и капитала на свим нивоима, поклапају се са предусловима настанка и изградње софистицираног, отвореног и конкурентног тржишта прилагођеног финансијском тржишту земље. Суштину овог процеса представља развој финансијских институција у земљи.

представља озбиљан недостатак финансијских тржишта земаља у транзицији, а посебно у БиХ.

Развој портфолио менаџмента могуће је обезбиједити уз мало добре воље од стране државе. У БиХ су могући неки кораци у правцу обогаћивања финансијског инструментарија у форми ХОВ који би одмах дали извјесне резултате. Недовољна заинтересованост државе, на свим нивоима, да кроз емитовање различитих врста обвезница релаксира своје буџетске пренапрегнутости и, евентуално, реализује неке инфраструктурне и друге развојне пројекте, условила је недовољну лепезу државних ХОВ на тржишту.

4.2.6. Институционални оквир - законска регулатива

Законска регулатива везана за ИФ-ове треба да регулише веома значајан аспект финансијског тржишта, њихово мјесто и улогу не само на тржишту ХОВ, рад, управљање, заштиту својинских права, начин прикупљања акција малих акционара, начин прикупљања слободних средстава приватних лица и стратешку структуру њиховог портфолија.

Усмјеравање ових средстава у развојне пројекте треба да представља стратегију регулисања рада. Посебно је значајно уредити спречавање шпекулативних послова ових фондова. По угледу на земље са зрелим финансијским тржиштем, законодавац мора да пропише специфичности у погледу пословања затворених инвестиционих фондова, који би могли да емитују обвезнице и преференцијалне акције. Регулисање инсајдерске трговине и недозвољене операције ХОВ, морају законски да буду регулисане и код ИФ-ова.

Закон о инвестиционим фондовима РС и Закон о инвестицијским фондовима ФБиХ, који су скоро идентични, према мишљењу већине учесника на тржишту капитала у БиХ, у основи су добри закони. Међутим, поједине одредбе тих закона, ако се досљедно имплементирају, могу да угрозе комплетно тржиште.

Једна од таквих одредби (која стоји у оба ентитетска закона) је пропис који дозвољава нашим ИФ-овима да улажу у друге фондове у земљи и иностранству до 20% од вриједност укупне имовине фонда.³⁷ У основи, с тим прописом нема ништа спорно, осим што прописи у другим земљама, првенствено у земљама чланицама ЕУ, налажу да њихови фондови не могу улагати нити куповати акције других фондова чији интерни прописи (дакле, статuti и проспекти) предвиђају улагање више од 10% имовине у треће фондове.

Дакле, ако би наши фондови усвојили на скупштинама акционара ове одредбе са максималнио допуштених 20% улагања у треће фондове, велики институционални инвеститори из ЕУ не би могли куповати акције наших ИФ-ова због својих домицилних прописа, а већ купљене акције мораће продати. То би се, наравно, могло знатно одразити на вриједност акција ИФ-ова на берзи те уопштено на тржиште капитала. Али, да би се то спријечило треба само мало добре воље: да фондови на својим скупштинама изгласају да ће улагати максимално до

³⁷ Закон о инвестиционим фондовима РС, члан 79 и Закон о инвестицијским фондовима ФБиХ, члан 76.

10% своје укупне имовине у треће фондове. Међутим, изгледа да у ФБиХ не постоји спремност да се то учини.³⁸

Намеће се закључак да је нужно да босанскохерцеговачки фондови своје статуте прилагоде условима који други регулатори прописују великим институционалним инвеститорима, наравно ако желе да привуку њихов новац. Дакле, највећа одговорност је на фондовима или на органима фондова, на надзорним одборима и скупштинама. Од њих се, дакле, очекује да направе одређене одлуке које ће ићи у корист акционарима и уопштено тржишту капитала.

4.2.7. Регионално повезивање и међуентитетска трговина

Мишљење стручне јавности је да БиХ, ако жели да одржи тржиште капитала, мора да има мање злоупотреба и малверзација, да освјежи овај сектор новим људима, јер се босанскохерцеговачко тржиште капитала своди на лични став, што је погрешно (Шупут 2008).

Босанскохерцеговачко тржиште капитала мора да има стратегију о томе шта и како даље и са ким ићи у интеграције, јер је илузорно живјети са убјеђењем да овако мала БиХ може да има два тржишта капитала у вријеме кад је највећа регионалана берза, љубљанска берза, продата и нашла своју посљедњу шансу за опстанак са великим играчем - бечком берзом и када је загребачка берза припојила вараждинску берзу.

Инвеститори и емитенти се интересују за спајање берзи. Локална тржишта су за велике инвеститоре премала, плитка и неинтересантна. На уситњеност се често жале и велике приватне компаније које, доскора стидљиво, а у посљедње вријеме све чешће, помињу да би свјеж новац могле да потраже на неком од већих тржишта, умјесто на локалним берзама. Локалним ИФ такође недостаје доброг и квалитетног берзанског „материјала”.

Сва искуства говоре да функционална интеграција берзи може да буде на два нивоа. Један ниво је да се подијеле неке од функција које берза има – промоција, маркетинг, листинг, трговина, јер је увијек најлакше почети интеграције промоцијом, а послје хармонизовати правила трговања. Искуства говоре да су на тај начин започеле све успјешне интеграције (Ахметовић 2008: 46-48).

Прије регионалног повезивања нужно је, прије свега, порадити на побољшању међуентитетске трговине. Поражавајући је податак да је на тржишту капитала у БиХ присутно је тек симболично међуентитетско улагање ИФ који скоро на сваком тржишту треба по правилу први да пробијају баријере. У БиХ се стидљиво биљежи улазак бањалучких фондова у власничку структуру субјеката на тржишту капитала ФБиХ, односно федералних фондова у РС.³⁹

³⁸ У РС су фондови, управо због овог, у својим статутима ограничили своја улагања у треће фондове на максимално 10 %, а у ФБиХ се о томе још увијек полемише. Ако фондови у ФБиХ ставе ова ограничења на 10 %, онда неће бити никаквих проблема за њих нити за тржиште капитала. Но, ако у статуте ставе 20 %, то би могло бити велики проблем. То би могло одбити велике институционалне инвеститоре од фондова у ФБиХ, као што је то био случај и до сада.

³⁹ *Фондови у БХ се држе ентитетске границе*, објављено 10.07.2007. године [online]. Доступно на: [http://www.bhtraders.biz/fondovi_u_bh_se_drze_entitetske_granice.html] (15.08.2008.)

5. ЗАКЉУЧАК

Најновије анализе глобалне финансијске кризе укључују и могућност да је криза додирнула само дно и да је најгоре иза нас. Овакво мишљење дијеле и неки од званичника водећих финансијских институција, мада не искључују чињеницу да би опоравак и излазак из рецесије водећих свјетских економија могао да потраје и неколико година.

Будући да је ширење кризе посљедица глобализације у економској и финансијској сфери, међународна сарадња ће бити неопходна и у јачању повећења у финансијску стабилност и минимизирање дисторзија на тржишту. У исто вријеме биће потребно дати подршку тржиштима у развоју и спријечити финансијски протекционизам. Програми који буду донесени за отклањање посљедица кризе морају бити брзо имплементирани и имати ограничени рок трајања.

Квалитетни инвестициони фондови у БиХ су требало да буду кључ њеног успјеха у изградњи финансијског тржишта, реструктурирању привреде и економском развоју. Мотиви инвестирања, њихова способност реструктурирања предузећа и њихова визија будућег бизниса на простору БиХ су са микро-економског аспекта требало да буду кључна детерминанта успјеха тако сложеног укупног транзицијског преокрета. А десило се то да су ИФ-ови у БиХ примјер, начин и форма обезвјеђења приватизације. Наиме, економској јавности није познато да је иједан од њих допринио повећању производње или запослености у предузећима чије акције посједују, а због тога су основани.

Глобална финансијска криза јесте утицала на лош резултат ИФ у БиХ, али пресудан утицај су имали локални фактори. Нажалост, ситуација у БиХ данас је таква да је она економски најлошије позиционирана, у односу на земље у региону, по свим релевантним показатељима. На овим просторима још увијек се дуго чека на отпочињање посла, сложене су процедуре, високо пореско оптерећење, инвеститори се не штите довољно. Дакле, БиХ још није средина у којој се држи до бизниса, напретка и инвестиција.

Све ово говори у прилог чињеници да тренутна ситуација у БиХ, такође, не даје много разлога за оптимизам, дубина кризе у којој се налазимо је велика и не дозвољава веће резултате. Нужне су дубоке привредне, структурне и финансијске реформе код нас. Независно од сложености данашњег тренутка и неминовних судара и проблема међу актерима, пред нама је, ипак, незаустављив процес реформских преображаја, другачија мобилизација и алокација сопствених снага и ресурса.

У таквим процесима тржиште и тржишне институције јесу основа привредно-системског модела и економске, односно развојне политике. Улога инвестиционих фондова у том моделу тек треба да се потврди.

ЛИТЕРАТУРА

1. Ахметовић, Е. (2008), *Тешка година за тржиште капитала*, Business magazine, Сарајево, број 36., 25. август.
2. Божић, Р. (1998), *Финансирање предузећа и финансијско тржиште*, Институт за економска истраживања, Приштина.
3. Голић, З. (2009), *Улога инвестиционих фондова у изградњи финансијског тржишта, реструктурирању привреде и економском развоју Босне и Херцеговине*, магистарски рад, Економски факултет у Источном Сарајеву.
4. Домазет А. и остали (2008), *Анализа разлога и узрока недовољног интереса домаћих и страних инвеститора у процесу приватизације са приједлогом мијера за побољшање укупног амбијента за улагање кроз процес приватизације у ФБиХ*, Економски институт Сарајево.
5. Ђерић, Б. (1998), *Основи економске политике*, Економски факултет, Српско Сарајево.
6. Ђерић, Б. (1997), *Теорија и политика привредног развоја*, Савремена администрација, Београд.
7. *Закон о инвестиционим фондовима РС* - усвојен у Народној скупштини РС 31.08.2006. године (електронска верзија).
8. *Закон о инвестицијским фондовима ФБиХ*, „Службене новине Федерације БиХ” број 85/08.
9. Иванишевић, М. (2008), *Пословне финансије*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд.
10. *Корпоративно управљање и реструктурирање*, објављено 26.03.2009. године. Доступно на: [<http://www.ekapija.ba/website/bih/page/226583>] (17.09.2009.).
11. *Корпоративно управљање у региону - Више информација - више новца*, Економист РС, Бања Лука, број 7. јун 2008. године.
12. Мастнак, С. и Д.Лакић (2008) *Како до зараде на берзи и при том мирно спавати*, Pro edusa, Бања Лука.
13. Оте М. (2009), *Слом долази: нова светска економска криза и шта ви сада можете да учините*, Романов, Бања Лука.
14. Rankings - Doing Business - The World Bank Group. Доступно на: www.doingbusiness.org. (18.09.2009.).
15. The Global Competitiveness Report 2009-2010, World Economic Forum, Geneva, Switzerland, 2009. Доступно на: [<http://www.weforum.org/pdf/GCR09-/GCR20092010fullreport.pdf>] (16.09.2009.).
16. *Фондови у БХ се држе ентитетске границе*, објављено 10.07.2007. године [online]. Доступно на: [http://www.bhtraders.biz/-fondovi_u_bh_se_drze_entitetske_granice.html] (15.08.2008.).
17. Christian Strenger, познати стручњак за корпоративно управљање: *Нема новца без доброг управљања*, Лидер БиХ, [online]. Доступно на: [<http://www.liderpress.hr/Default.aspx?sid=58221&to=Printable.ascx>] (17.09.2009.).
18. Шошкић, Д.Б. (2001), *Хартије од вредности: Управљање портфолиом и инвестициони фондови*, Економски факултет Београд.
19. Шупут, С. (2008), *Берзанске игре*, Независне новине, Бања Лука, 05. септембар.
20. *World Economic Outlook, 2009.*, процјене IMF-а. Доступно на: www.imf.org (20.09.2009.).

Zorica Golić

IMPACTS OF THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS ON INVESTMENT FUNDS IN BOSNIA AND HERZEGOVINA

Summary: *The paper deals with the chronology of the global financial crisis and, in this framework, with its impact on investment funds (IF) in Bosnia and Herzegovina (BiH). It also discusses the impact of the financial crisis in the economy of Bosnia and Herzegovina. For the purpose of drawing appropriate conclusions, certain parts of the paper make comparison with some economies in transition countries that are in a recession and/or struggle with high debts. The paper indicates that the local rather than global factors had a more dominant influence on the IF poor results.*

Key words: *global financial crisis, financial market, investment funds, economic growth, transition countries, the restructuring of economy.*

JEL Classification: *E44, G01, G11, G32.*