



UNIVERZITET U NIŠU
EKONOMSKI FAKULTET
Časopis „EKONOMSKE TEME”
Godina izlaza L, br. 1, 2012, str. 121-137
Adresa: Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 18000 Niš
Tel: +381 18 528 624 Fax: +381 18 4523 268

RAZLOZI SLABIJEG USPEHA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU SRBIJE

Jelena Ćirić*

Vladimir Njegomir**

Rezime: *Zemlje Istočne Evrope, uključujući i zemlje regiona bivše Jugoslavije, poslednjih godina beležile su stope ekonomskog rasta znatno veće nego razvijene zemlje. Dosadašnji razvoj je, prvenstveno, bio baziran na stranim sredstvima plasiranim bilo kroz donacije, strane direktne investicije, kredite inostranih banaka. Međutim, obezbeđenje održivog ekonomskog razvoja nije moguće bez mobilizacije domaće finansijske štednje koju ostvaruju institucionalni investitori. Iako se pojavljuju kasnije u odnosu na banke, institucionalni investitori kao finansijske institucije značajno doprinose produbljivanju tržišta kapitala i njegovom razvoju a time i ukupnom ekonomskom razvoju. U radu analiziramo ulogu institucionalnih investitora - investicionih fondova i osiguravajućih društava, kao izvora dugoročnih sredstava finansiranja održivog ekonomskog razvoja. Ukazujemo na njihovu poziciju u strukturi finansijskog sistema, paralele njihovog značaja u razvijenim i zemljama regiona bivše Jugoslavije, različitost uticaja svetske ekonomske krize na osiguravajuća društva i investicione fondove, njihove specifične karakteristike i strukturu investicionih portfelja.*

Ključne reči: *ekonomski razvoj, institucionalni investitori, osiguravajuća društva, investicioni fondovi*

1. Uvod

Institucionalni investitori su finansijske institucije u okviru kojih se institucionalno usmeravaju plasmani finansijskih sredstava i koje obezbeđuju ukupnjavanje rizika, odnosno objedinjavanje pojedinačnih rizika malih investitora. Na taj način se obezbeđuje bolji balans rizika i prinosa od onog koji je generalno moguć preko direktnih ulaganja individualnih investitora. Institucionalni investitori imaju velik broj zajedničkih karakteristika, ali to ne znači da su oni homogeni. Institucionalni investitori se uopšteno posmatrano razlikuju u pogledu ugovornih

* Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, e-mail: jciric@uns.ac.rs

** Fakultet za pravne i poslovne studije, Novi Sad
UDK 336.76:338.124.4(497.11), pregledni rad
Primljeno: 11.02.2011. Prihvaćeno: 09.02.2012.

relacija sa vlasnicima štednje, odnosno u pogledu pravila koja određuju distribuciju rizika i prinosa, kao i u pogledu definisanja njihovih obaveza. Najznačajniji institucionalni investitori jesu penzijski fondovi, osiguravajuća društva i investicioni fondovi.

Predmet ovog istraživanja su institucionalni investitori – osiguravajući, penzioni i investicioni fondovi na finansijskom tržištu Srbije. Cilj rada je da se istraže posledice uticaja globalne finansijske krize na plitko i nedovoljno razvijeno finansijsko tržište Srbije, kao i na performanse poslovanja institucionalnih investitora na pomenutom tržištu. Paralelno će se prikazati performanse poslovanja institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Srbije i ex-jugoslovenskih zemalja u periodu pre i nakon otpočinjanja globalne finansijske krize. Očekivani rezultat istraživanja je identifikacija faktora i razloga slabih performansi koje institucionalni investitori ostvaruju na finansijskom tržištu Srbije.

2. Značaj osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora

Osiguravajuća društva se, posebno od sredine XX veka, na finansijskom tržištu, kao mobilizatori finansijske štednje, sve više pojavljuju u ulozi institucionalnih investitora. Step en institucionalizacije finansijske štednje i uloge osiguravajućih društava varira od zemlje do zemlje. On je posebno izražen kod razvijenih zemalja kao što su SAD, Velika Britanija, Nemačka i dr., gde sektor osiguranja mobilise ogromna sredstva i ima značajnu ulogu na finansijskim tržištima. Investiciona funkcija osiguravajućih i reosiguravajućih društava omogućena je činjenicom da se premije prikupljaju unapred, te mogu biti investirane sve dok se ne javi potreba za isplatom troškova i odštetnih zahteva kada nastupe osigurani slučajevi (Njegomir 2010, 50-68). Na taj način, osiguravajuća i reosiguravajuća društva predstavljaju bitan element strukture finansijskog sistema a njihovom značaju, funkcijama, te karakteristikama kao institucionalnih investitora i potom strukture investicionog portfelja koji proizilazi iz prikupljenih sredstava po osnovu životnih i neživotnih osiguranja, mora biti posvećena adekvatna pažnja.

Osiguravajuća i reosiguravajuća društva svojim učešćem na finansijskom tržištu u ulozi institucionalnih investitora doprinose unapređenju ne samo finansijskog tržišta, već i ukupnog privrednog razvoja (Skipper, Kwon 2007). Osiguravajuća društva ostvaruju svoju finansijsko-akumulatorsku funkciju (Kočović, Šulejić 2002, 36) i formiraju fondove, tako što se premije osiguranja plaćaju unapred, a isplate po osnovu nastalih šteta se vrše sukcesivno u toku godine. Tu nastaju određeni viškovi novčanih sredstava koji se putem tržišta, direktno ili indirektno, mogu usmeriti u finansiranje društvene reprodukcije. Međutim, osnovni motiv investiranja sredstava osiguravajućih društava jeste obezbeđenje dodatne likvidnosti i profitabilnosti, što predstavlja osnov povećanja sigurnosti za osiguranike i prinosa na angažovani kapital za akcionare. Za osiguravajuća društva investicioni plasmani su izuzetno značajni jer utiču na njihovu profitabilnost, solventnost i kreditni rejting.

Razlozi slabijeg uspeha institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Srbije

2.1 Osiguranje u Srbiji i regionu bivše Jugoslavije

Aproksimaciju rastućeg značaja osiguravajućih društava u regionu prikazuje tabela u okviru koje je predstavljeno kretanje premija životnih i neživotnih osiguranja u periodu od 2004. do 2008. godine. Osim premija neživotnih osiguranja u Srbiji koje su tokom 2004. godine zabeležile pad, usled regulatornih promena, u posmatranom periodu u svim zemljama ispoljen je kontinuirani rast premija kako životnih, tako i neživotnih osiguranja uz određena usporavanja uočljiva u 2008. godini, zahvaljujući prvim znacima ispoljavanja svetske finansijske krize.

Tabela 1: Kretanje premija životnih i neživotnih osiguranja u periodu 2004-2008 u Srbiji i zemljama regiona

		2004	2005	2006	2007	2008
Srbija	Rast premije životnog osiguranja (iz godine u godinu)	82.98%	63.41%	24.32%	29.95%	14.88%
	Rast premije neživotnog osiguranja (iz godine u godinu)	-5.11%	17.99%	18.14%	15.92%	2.90%
Slovenija	Rast premije životnih osiguranja (iz godine u godinu)	40.66%	8.35%	16.31%	12.69%	5.48%
	Rast premije neživotnih osiguranja (iz godine u godinu)	5.96%	5.49%	9.25%	8.45%	7.13%
Hrvatska	Rast premije životnog osiguranja (iz godine u godinu)	17.32%	22.35%	15.41%	14.47%	4.15%
	Rast premije neživotnog osiguranja (iz godine u godinu)	8.20%	9.24%	11.44%	9.23%	10.08%
Bosna i Hercegovina	Rast premije životnog osiguranja (iz godine u godinu)	83.64%	9.50%	25.03%	36.45%	20.98%
	Rast premije neživotnog osiguranja (iz godine u godinu)	8.21%	12.66%	6.18%	8.43%	11.36%
Makedonija	Rast premije životnog osiguranja (iz godine u godinu)	0.38%	3.24%	5.85%	48.01%	55.76%
	Rast premije neživotnog osiguranja (iz godine u godinu)	4.04%	3.19%	19.94%	10.35%	3.66%

Izvor: Kalkulacije autora, Agencija za zavarovalni nadzor, Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga, Narodna banka Srbije, Agencija za osiguranje u Bosni i Hercegovini, Nacionalni Biro za osigurivanje Makedonije

Uticaj krize na sektor osiguranja i reosiguranja u Srbiji je u dosadašnjem periodu bio znatno blaži u odnosu na bankarski sektor, o čemu svedoči značajno

veći broj banaka (25 banaka u 2008. godini "podleglo" je uticaju finansijske krize) u problemima u odnosu na osiguravače i reosiguravače. Razlozi drugačijeg uticaja krize proizilaze iz specifičnosti poslovanja osiguravača i reosiguravača. Prilivi sredstava baziraju se prvenstveno na prilivima premija po osnovu pružanja usluga osiguravajućeg pokrića relativno nezavisnog od kretanja na finansijskim tržištima, isplate obeštećenja se baziraju na ostvarenju štetnih događaja nezavisnih od volje osiguranika, njihove investicije su dugoročnog karaktera, dakle bez izloženosti kratkoročnim fluktuacijama, poslovanje baziraju na nižem finansijskom leveridžu a regulatorni nadzor je znatno strožiji. Takođe, za razliku od banaka, osiguravači i reosiguravači primenjuju, po pravilu, znatno strožije kriterijume prilikom prihvatanja rizika a mogućnost spiralnog efekta, kada bankrotstvo jedne kompanije uzrokuje bankrotstvo drugih, u sektoru osiguranja i reosiguranja za razliku od bankarskog sektora je gotovo u potpunosti isključena. Uprkos manjem uticaju, ispoljavanje krize ima određeni kratkoročni i dugoročni uticaj na poslovanje osiguravača i reosiguravača koje je, zbog kompleksnosti njihovog poslovanja, potrebno analizirati sa različitih aspekata, među kojima ključnim smatramo uticaje finansijske krize na prihvatanje rizika u osiguravajuće pokriće, investicione aktivnosti i aktivnosti transfera rizika.

Razvoj industrije osiguranja prati ekonomski razvoj, što je potvrđeno i u slučaju Srbije (Marović et al. 2009, 24). Hiperinflacija iz 1993. godine imala je najdestruktivniji uticaj i na industriju osiguranja s obzirom da je gotovo u potpunosti eliminisala sve akumulirane fondove osiguravajućih društava. Takođe, sve do uvođenja Zakona o osiguranju iz 2004. godine, tržište osiguranja je bilo slabo regulisano, tako da su brojna osiguravajuća društva nudila samo usluge obaveznog osiguranja od autoodgovornosti (Njegomir 2010b, 272-306). Prikupljenim sredstvima osiguranika nije upravljano na adekvatan način, što je rezultiralo da brojni odštetni zahtevi, iako opravdani, nikada nisu bili isplaćeni. Kao posledica, javno poverenje u instituciju osiguranja je bilo uništeno. Međutim, nakon uvođenja nove regulative i dodeljivanja nadležnosti supervizije Narodnoj banci Srbije, sve nesolventne osiguravajuće kompanije su likvidirane, tako da je ukupan broj kompanija u periodu od samo dve godine pao sa 36 na 19. S obzirom da su se opšti ekonomski uslovi poboljšali, a poverenje javnosti u instituciju osiguranja delimično povratilo, osiguravajuća industrija je počela da beleži konstantan rast bruto pripisanih premija koji je ostvaren tokom čitavog perioda od 2004. do 2008. godine. Međutim, relativni rast premija je opao tokom 2008. godine prvenstveno zbog značajnog usporavanja rasta premija neživotnih osiguranja. Iako je trend rasta premija životnih osiguranja gotovo prepolovljen, rast premija neživotnih osiguranja je gotovo petostruko smanjen tokom finansijske krize. Navedeni trend praćen porastom troškova i šteta rezultirao je negativnim rezultatom iz poslovnih aktivnosti prihvatanja rizika u osiguravajuće pokriće. Međutim, značajniji uticaj finansijske krize na ovaj rezultat je izbegnut zahvaljujući strukturi rizika koji su prihvatani u osiguravajuće pokriće. Naime, najveće učešće u bruto pripisanoj premiji imalo je osiguranje od autoodgovornosti

Razlozi slabijeg uspeha institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Srbije

dok je učešće “krizno osetljivih” vrsta osiguranja, kao što su osiguranje kredita, opšte odgovornosti i profesionalne odgovornosti, u bruto pripisanoj premiji bilo manje od 2%.

Tabela 2: Struktura investicija i kretanje obima tehničkih rezervi i investicionih prinosa osiguravajućih društava u Srbiji u periodu 2004-2009. godina

		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ulaganja imovine za pokriće tehničkih rezervi	Depoziti banaka	n.a.	13.00%	28.00%	27.00%	30.00%	27.00%
	Gotovina	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20.00%	21.00%
	Potraživanja premija koja nisu dospela na naplatu	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12.00%	10.00%
	Državne hartije od vrednosti	n.a.	n.a.	14.00%	10.00%	10.00%	16.00%
	Akcije	n.a.	n.a.	17.00%	20.00%	7.00%	8.00%
	Nekretnine	n.a.	30.00%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Ostale investicije	n.a.	57.00%	41.00%	43.00%	21.00%	12.00%
Ulaganja imovine za pokriće matematičke rezerve	Depoziti banaka	n.a.	n.a.	16.00%	12.00%	19.00%	20.00%
	Gotovina	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Potraživanja	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Državne hartije od vrednosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	71.00%	72.00%
	Akcije	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Ostale hartije od vrednosti	n.a.	33.00%	57.00%	69.00%	n.a.	n.a.
	Obveznice kojima se trguje na berzi	n.a.	30.00%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Ostale investicije	n.a.	37.00%	27.00%	19.00%	10.00%	8.00%
Tehničke rezerve (u mil EUR)		145.42	267.84	365.82	498.51	581.26	632.85
Relativne godišnje promene tehničkih rezervi		n.a.	84.18%	36.58%	36.27%	16.60%	17.60%
Investicioni prinosi (u mil EUR)		n.a.	9.59	13.13	17.25	52.01	51.08
Relativna godišnja promena BELEXline indeksa (početni datum 30 septembar 2004)		n.a.	68.29%	36.01%	44.12%	-68.72%	9.47%

Izvor: Kalkulacije autora, Narodna banka Srbije i Udruženje osiguravača Srbije

Napomena: n.a. – nema podataka

Transakcije finansijskog tržišta u Srbiji se ostvaruju putem Beogradske berze, gde u najčešće trgovane hartije od vrednosti spadaju akcije i obveznice. Iako je indeks BELEXline, opšti indeks Beogradske berze, zabeležio snažan pad tokom 2008. godine, osiguravajuća društva su ostvarila pozitivne investicione rezultate. Tokom 2008. godine investicioni rezultati osiguravajućih društava bili su čak bolji nego u 2007. godini. Razlog neuobičajenih investicionih rezultata za uslove finansijske krize jeste konzervativan pristup investiranju.

Raspoloživi podaci za ulaganja imovine za pokriće tehničkih rezervi nisu potpuno transparentni i komparabilni po godinama. Samo podaci za ulaganja sa najvećim učešćem su raspoloživi a ostala ulaganja su uključena pod stavkom "ostale investicije".

Kao što se vidi u tabeli, najveće učešće u investicionim portfeljima osiguravajućih društava neživotnih osiguranja imaju depoziti banaka, gotovina, potraživanja po osnovu premija osiguranja i državne hartije od vrednosti, dok akcije imaju gotovo zanemarljivo učešće u strukturi portfelja. U slučaju životnih osiguravača dominiraju državne hartije od vrednosti i depoziti banaka. Iako je prethodnih godina zabeležen trend porasta učešća akcija u strukturi investicija, tokom 2008. godine osiguravajuća društva su smanjila učešće akcija kao rizičnijih investicija u uslovima finansijske krize.

Uprkos delovanju finansijske krize, industrija osiguranja u Srbiji je 2008. ostvarila veću stopu profitabilnosti nego u 2007. godini. Takođe, prinos na aktivu i prinos na kapital su povećani u odnosu na 2007. godinu za industriju u celini, iako je ukupan nivo kapitala smanjen za 8.2%. Međutim, zahvaljujući ekspanziji u obimu ugovora o osiguranju života, osiguravajuća društva koja se bave pretežno ovom vrstom osiguranja ostvarila su negativnu profitabilnost (-0.44%) tokom 2008. godine. Uslovi poslovanja osiguravajućih društava su se pogoršali tokom 2009. godine zahvaljujući ekonomskoj recesiji. Bruto pripisana premija je u prvih šest meseci 2009. godine opala za 0.73% (Narodna banka Srbije). Slično situaciji u 2008. godini, premija neživotnih osiguranja je opala za 3.77% dok je premija životnih osiguranja povećana za 25.53%. Ukupna vrednost šteta je povećana za 13.21%, što bi moglo da implicira da je industrija generisala negativan rezultat iz poslova osiguranja. Mišljenja smo da će recesioni uslovi imati više negativnog uticaja na životna nego na neživotna osiguranja s obzirom da je vrednost odštetnih zahteva iz životnih osiguranja porasla za 58.85%, a iz neživotnih osiguranja za 10.19%.

Iako je raspoloživost podataka ograničena, jasno je da je struktura portfelja osiguravajućih društava u Srbiji neadekvantna u pogledu mogućnosti generisanja prinosa. Ova konstatacija važi posebno ako se ima u vidu da najveći deo dužničkih hartija od vrednosti predstavljaju obveznice po osnovu stare devizne štednje. Daljim razvojem finansijskog sistema, posebno finansijskih instrumenata, moguće je očekivati da će struktura investicionih portfelja domaćih osiguravajućih društava biti više nalik onima u razvijenim zemljama a čime će i domaća osiguravajuća društva biti u mogućnosti da daju pun doprinos ekonomskom razvoju.

Tabela 3: Kretanje prinosa na investicije osiguravajućih društava u Srbiji i zemljama regiona u periodu 2004-2008

	2004	2005	2006	2007	2008
Srbija	n.a.	5.06%	2.84%	3.20%	10.65%
Slovenija	6.52%	4.72%	3.93%	5.81%	0.63%
Hrvatska	4.90%	3.90%	4.50%	5.70%	1.88%
BiH	8.50%	4.40%	1.90%	2.40%	0.60%
Makedonija	6.91%	5.10%	1.20%	3.00%	-2.60%

Izvor: Kalkulacije autora, Agencija za zavarovalni nadzor, Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga, Narodna banka Srbije, Agencija za osiguranje u Bosni i Hercegovini, Nacionalno Biro za osiguravanje Makedonije

U tabeli se vidi da su osiguravajuća društva, tokom čitavog posmatranog perioda, ostvarivala pozitivne investicione prinose sa tendencijom njihovog smanjenja tokom 2008. godine, uz izuzetak Srbije, gde je ostvaren rast prinosa na investicije. Izuzetak čini i sektor osiguranja Makedonije gde je po prvi put u posmatranom periodu ostvaren negativan prinos na investicije. Investicioni rezultati osiguravajućih društava počinju da ostvaruju značaj i u Srbiji i zemljama regiona, ali je taj značaj još uvek zanemarljiv, posebno imajući u vidu relativnu nerazvijenost domaćih finansijskih tržišta, kao i činjenicu da osiguravajuća društva konstantno ostvaruju pozitivne rezultate po osnovu osnovne delatnosti, pružanja usluga osiguravajućeg pokrića.

3. Investicioni fondovi kao institucionalni investitori

Investicioni fondovi su finansijski intermedijatori koji prikupljaju štednju pojedinačnih investitora i na finansijskom tržištu plasiraju prikupljena sredstva. Prema Gitman i Joehnk (Gitman, Joehnk 2003, 541) kada investitori kupuju investicione jedinice u investicionom fondu, oni postaju suvlasnici široko diversifikovanog portfolia hartija od vrednosti. Na osnovu uloženi sredstava investitori postaju suvlasnici portfolia investicionog fonda. Pojavili su se kasnije u odnosu na banke, ali su kao finansijske institucije značajno doprineli produbljivanju tržišta kapitala i njegovom razvoju (Njegomir, Čirić 2010). Brojne su pogodnosti koje nude investicioni fondovi: profesionalni menadžment, diversifikacija portfolia, jednostavnost (re)investiranja (Investment Company Institute 2010) Vlasnici kapitala takođe treba da znaju da se ulaganje u investicione fondove preporučuje uglavnom kao dugoročna investicija, tj. na period od minimum tri do pet godina. S obzirom da fondovi nude veće prinose od onih koji se mogu ostvariti štednjom u bankama, immanentan im je i veći rizik. Investitori moraju biti upoznati i sa činjenicom da fondovi ne garantuju određenu stopu prinosa, niti

država garantuje za fondove. Ipak oni moraju da se pridržavaju zakonskih odredbi i odluka Komisije za hartije od vrednosti pod čijim su nadzorom.

3.1 Investicioni fondovi u Srbiji i bivšim SFRJ republikama

Prvi investicioni fondovi na finansijskom tržištu Srbije su se pojavili pre više od tri godine i od njih se očekivalo mnogo. Fondovi su povećali broj finansijskih intermedijatora, a očekivala se stopa prinosa nekoliko puta veća od kamatnih stopa koje nude poslovne banke na oročena sredstva. Iskustva iz regiona su takođe potkrepljivala očekivanu stopu prinosa od 20 do 30 %. Veliki broj vlasnika kapitala se odlučio na ukazivanje poverenja investicionim fondovima, kao novini na domicilnom finansijskom tržištu. Međutim posle prve uspešne poslovne godine i ostvarenih pozitivnih prinosa naših investicionih fondova, nastupila je svetska ekonomska kriza koja je oborila vrednost berzanskih indeksa na svim, pa i na Beogradskoj berzi, što se dalje lančano odrazilo na pad vrednosti investicionih jedinica svih fondova i na njihove negativne prinose. Izmene u zakonskoj regulativi oblasti investicionih fondova bi trebalo da smanje zavisnost fondova od kretanja indeksa domaće berze.

Tabela 4: Tržišno učešće u 2010, prinosi investicionih fondova na domaćem finansijskom tržištu u toku 2009. godine i od njihovog osnivanja

Naziv fonda	Tip fonda	Prinosi u 2009. godini (u %)	Prinosi od osnivanja (u %)	Tržišno učešće na kraju I kvartala 2010. (u %)	Tržišno učešće na dan 30.11.2010. (u %)
Delta Plus	Balansirani	+ 2,01	-28,59	21,26	21,99
Triumph (Hypo) Balance	Balansirani	+ 7,63	+ 29,15	4,00	2,25
Erste EURO Balanced 35	Balansirani	+16,37	+27,86	3,30	3,56
Fima Proactive	Rast vrednosti imovine	+10,15	-60,28	19,80	21,81
Delta Dynamic	Rast vrednosti imovine	- 6,59	-66,57	3,09	3,31
Raiffeisen Akcije	Rast vrednosti imovine	-16,22	-73,99	17,69	4,14
Citadel Triumph	Rast vrednosti imovine	+5,10	-36,78	6,82	6,46
Kombank InFond	Rast vrednosti imovine	-1,72	-27,80	9,41	10,29
Ilirika Global	Rast vrednosti imovine	+9,26	-55,66	2,05	2,75

Razlozi slabijeg uspeha institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Srbije

Naziv fonda	Tip fonda	Prinosi u 2009. godini (u %)	Prinosi od osnivanja (u %)	Tržišno učešće na kraju I kvartala 2010. (u %)	Tržišno učešće na dan 30.11.2010. (u %)
Focus Premium	Rast vrednosti imovine	-13,56	-74,77	3,12	2,97
Raiffeisen World	Rast vrednosti imovine	+3,79	+ 3,79	-	n.a
Erste Cash	Očuvanje vrednosti imovine	+7,95	+9,22	6,53	15,4
Fima Novac	Očuvanje vrednosti imovine	+6,91	+12,68	1,78	1,75
Citadel novčani fond	Očuvanje vrednosti imovine	+6,83	+21,77	-	n.a
Raiffeisen Cash	Očuvanje vrednosti imovine	+7,25	+ 7,25	-	n.a

Izvor: kalkulacije autora, www.investicionifondovi.com

Napomena: n.a. – nema podataka

Iz prikazane tabele se može videti da krajem 2010. na finansijskom tržištu Srbije posluje 15 investicionih fondova, a krajem I kvartala iste godine je poslovalo 13 investicionih fondova. Od pomenutih 15, osam fondova ima dugoročni investicioni cilj rast neto vrednosti imovine fonda. Četiri fonda imaju za cilj očuvanje vrednosti imovine, a tri fonda su balansirani, tj. podjednako ulažu u akcije i obveznice. Devet društava za upravljanje fondovima je od Komisije za HOV dobilo dozvolu za rad. Ukupna vrednost neto imovine fondova na kraju I kvartala 2010. je bila oko 1,1 milijarda dinara ili oko 11 miliona evra (www.kamatica.com), a krajem novembra 2010. godine 933 miliona dinara ili oko 8,7 miliona evra, što ukazuje na smanjenje neto imovine investicionih fondova, iako se globalno finansijsko tržište postepeno oporavlja, domicilno finansijske tržište je još uvek plitko i nerazvijeno i reflektuje nagomilane probleme u realnom sektoru ekonomije zemlje.

U septembru 2008. godine na finansijskom tržištu Srbije je poslovalo 10 investicionih fondova, sa ukupnom neto vrednošću imovine od 3 milijarde dinara. Prvi fond je osnovan u februaru 2007. godine i do svetske ekonomske krize u oktobru 2008. godine, fondovi su beležili pozitivne stope prinosa. Očekivali su se prinosi koji su ostvareni na hrvatskom finansijskom tržištu po dolasku fondova, a oni su se kretali u rasponu od 20 do 30 %, s tim da je zabeležen i rekordan prinos u

jednom fondu od oko 60 % (Croatian Financial Services Supervisory Agency). Međutim, efekti svetske ekonomske krize su se drastično odrazili na plitko i nestabilno finansijsko tržište ne samo Srbije, već svih zemalja u našem regionu. Došlo je do pada tražnje i pada cena hartija od vrednosti na berzi, što se posledično odrazilo i na pad vrednosti investicionih jedinica fondova i negativne prinose u dužem vremenskom intervalu, odnosno tokom cele 2009. godine. Iz priložene tabele se može videti da stope negativnih prinosa dostižu čak 75 %. Vrednost investicionih jedinica fondova koji su se pojavili pre skoro 3 godine je konstantno niža od njihove vrednosti pri osnivanju. Predložena je izmena zakonske regulative u cilju većeg stepena zaštite investitora, sprečavanja sumnjivih transakcija, povećanja transparentnosti kompanija, čime bi se u određenoj meri pomoglo investitorima u donošenju odluka. Zbog dejstva globalne ekonomske krize i krute zakonske regulative na domaćem finansijskom tržištu fondovi još uvek nisu opravdali očekivanja i poverenje koje su im ukazali vlasnici kapitala. Ipak imajući u vidu da je oporavak investicionih fondova na globalnom nivou počeo još pre godinu dana, zatim podatke o visini devizne štednje i iznosu kapitala naših građana van finansijskih tokova, kao i činjenicu da je najisplativije dugoročno investiranje u fondove, realno je očekivati oporavak sektora investicionih fondova i ponovnu zainteresovanost investitora za ulaganje.

Kada posmatramo situaciju u regionu, prvi investicioni fondovi su se pojavili u Hrvatskoj i Sloveniji u drugoj polovini 90-ih godina nakon sprovedene masovne vaučerske privatizacije, kao i u većini bivših socijalističkih evropskih zemalja. Danas u Hrvatskoj posluje 128 otvorenih fondova sa ukupnom vrednošću neto imovine od približno 2 milijarde evra (Croatian Financial Services Supervisory Agency). Najnoviji podaci (novembar 2010) pokazuju da prema strukturi ulaganja sa oko 40 % dominiraju otvoreni investicioni fondovi koji ulažu u na tržištu novca, zatim fondovi koji ulažu u akcije, hibridni fondovi, a najmanje neto imovine fondova je uloženo u obvezničke fondove. Na hrvatskom finansijskom tržištu posluje i 4 zatvorena investiciona fonda, kao i 4 zatvorena fonda koji ulažu samo u nekretnine, ukupne vrednosti neto imovine od približno 200 miliona evra. Pre tri godine, u martu 2007. godine, u Hrvatskoj je poslovalo 77 otvorenih investicionih fondova, sa neto vrednošću imovine od oko 3 milijarde evra i 4 zatvorena investiciona fonda sa vrednošću neto imovine od oko pola milijarde evra. Bez obzira na svetsku finansijsku krizu koja je naročito pogodila siromašnije države i privrede, broj investicionih fondova u Hrvatskoj je povećan za 51, ali je vrednost imovine svih 128 fondova smanjena za trećinu.

Ukupna vrednost investicionih fondova u Sloveniji u februaru 2010. godine je iznosila oko 1,8 milijardi evra, a u oktobru 2010. godine 1,98 milijardi evra (Securities Market Agency of Slovenia). U strukturi njihovih portfelja dominira ulaganje u akcije, i to pre svega inostranih emitenata. Oko milijardu evra ili više od polovine vrednosti svih fondova je plasirano u inostrane akcije, a samo oko 300 miliona evra je uloženo u akcije domicilnih emitenata. Ovaj podatak takođe govori o plitkom finansijskom tržištu i nedostatku kvalitetnih domicilnih

Razlozi slabijeg uspeha institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Srbije

hartija od vrednosti. Prema podacima na kraju oktobra 2010. u Sloveniji je poslovalo 130 investicionih fondova (od toga su 97 fondovi akcija, 16 mešoviti, 11 fondovi obveznica i 2 fondovi novca), a u januaru iste godine 128 investicionih fondova, dok je na kraju 2007. godine bilo 110 fondova, a na kraju 2008. godine 127 fondova. To pokazuje da tokom globalne finansijske krize broj investicionih fondova u Sloveniji nije smanjen, već je od poslednjeg kvartala 2008. i početka krize do trećeg kvartala 2010. uvećan za 3. Ipak, posmatrano sa aspekta vrednosti imovine fondova, primetan je pad iste u posmatranom periodu. Naime, na kraju 2007. godine, imovina fondova je vredela blizu 3 milijarde evra da bi krajem 2008. godine bila prepolovljena. Tokom 2009. godine neznatno je uvećana vrednost imovine fondova za oko 350 miliona evra i dostigla je sumu od 1,85 milijardi evra. Ta vrednost imovine fondova se zadržala i u prvom kvartalu, dok je na kraju 3. kvartala 2010. godine porasla na 1,98 mlrd. evra. Tokom ovog perioda ostvarivani su pozitivni neto prilivi, ali su tokom 2010. neto prilivi negativni. U pogledu tipova fondova, dominiraju fondovi akcija i to sa približno 80 % od ukupnog broja fondova, dok je 2006. godine samo 52 % fondova ulagalo u akcije. Slovenija is one of the 24 members of EFAMA (European Funds and Assets Management Association), a 167 investicionih fondova na slovenačkom finansijskom tržištu je iz EU. Posluju 3 investicione kompanije sa ukupnom imovinom od 276 miliona evra. Bitno je naglasiti da od 2 miliona stanovnika Slovenije oko 350.000 ulaže u investicione fondove.

U Republici Srpskoj danas posluje 3 otvorena i 14 zatvorenih investicionih fondova (Komisija za hartije od vrednosti Republike Srpske). Većina zatvorenih investicionih fondova su ranije poslovali kao privatizacioni investicioni fondovi, ali su se transformisali u zatvorene fondove. Tri otvorena fonda su mešovitog tipa. Na finansijskom tržištu Crne Gore (prema podacima iz septembra 2009.) posluje 7 fondova zajedničkog ulaganja (Securities Commission of Republic of Montenegro), čime je ukupan broj fondova uvećan za jedan, u odnosu na maj 2007. godine. Za 3 godine osnovan je samo jedan novi fond, što kao i u slučaju ostalih ex-jugoslovenskih zemalja govori o plitkom i nedovoljno razvijenom tržištu, kao i nedostatku kvalitetnih hartija od vrednosti koje bi privukle vlasnike kapitala, samim tim i institucionalne investitore. U Makedoniji na kraju 2009. godine je 6 društava za upravljanje fondovima upravljalo neto imovinom od oko 2,5 miliona evra i poslovalo je 9 otvorenih i 13 privatnih investicionih fondova (Securities Commission of FYR of Macedonia). Ostvarene su značajno bolje vrednosti u odnosu na 2008. godinu, a prinosi su kretali čak i do 35 %. Tokom 2010. broj otvorenih fondova je smanjen na 6 fondova.

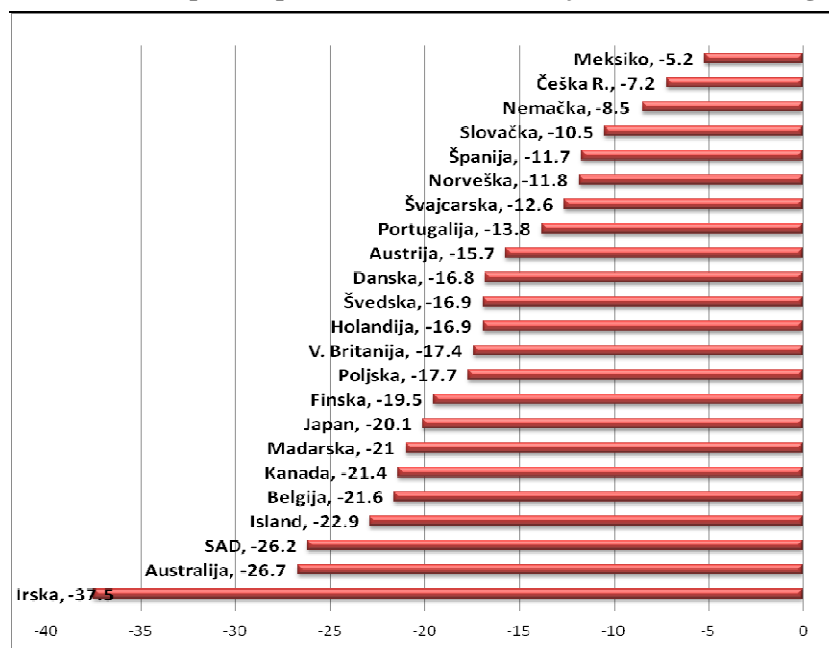
4. Penzioni fondovi kao institucionalni investitori

Penzioni fondovi su, kao i osiguravajuća društva, zbog automatizma i redovnosti priliva sredstava vrlo bitni za normalno funkcionisanje tržišta kapitala, naročito u periodima veće neusklađenosti između ponude i tražnje kapitala. U cilju

zaštite i uvećanja investiranih sredstava članova penzionog fonda, penzioni fondovi investiraju prikupljene sume na investicionom tržištu (Rakonjac Antić 2010, 97). Rezultati penzionog fonda zavise od uspešnosti investiranja štednje članova koju su poverili nekom fondu. Većina državnih penzionih fondova funkcioniše po modelu „plaćaj kako zarađuješ (pay as you earn)“ (Stickney et al. 2010, 523), što znači da zaposleni iz sadašnjih generacija izdvajaju deo zarade za određeni penzioni fond, iz koga se isplaćuju davanja sadašnjim penzionerima, a kasnije će i njima. Druga varijanta ili „planovi fondova (fund plans)“ podrazumeva da se određeni fond akumulira na bazi priloga koje uplaćuju njegovi članovi, a nakon određenog perioda fond će imati dovoljno sredstava iz kojih će se isplaćivati penzije ili neka druga davanja. Na finansijskim tržištima zemalja u razvoju penzioni fondovi uglavnom imaju povlašćen poreski tretman po pitanju korporacijskih i poreza na kapitalni dobitak, u cilju podrške njihovoj većoj zastupljenosti.

Penzioni sistem svake zemlje članice OECD je bio pod uticajem finansijske krize. Privatni penzioni fondovi u zemljama članicama OECD su izgubili 23 % svoje vrednosti u 2008. godini i vredeli su 5,4 triliona US\$. Ekonomski autput je padao, a nezaposlenost rasla, što je stvorilo dodatni pritisak na javni penzioni sistem, što se može videti na slici.¹

Slika 1: Ostvareni prinosi penzionih fondova u zemljama OECD u 2008. godini



Izvor: OECD Pensions at a Glance 2009
(preuzeto sa sajta <http://www.oecd.org/dataoecd/10/26/43060101.pdf>)

¹ Pensions and the crisis <http://www.oecd.org/dataoecd/10/26/43060101.pdf>

Razlozi slabijeg uspeha institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Srbije

Na osnovu grafičkog prikaza se može videti da su u svim zemljama članicama OECD penzioni fondovi su zabeležili negativne stope prinosa tokom 2008. godine, iako je finansijska kriza kulminirala tek u poslednjem kvartalu te godine. U Irskoj je zabeležena negativna stopa prinosa od čak 37,5 %.

4.1 Penzioni fondovi u Srbiji i bivšim SFRJ republikama

Uvođenje drugog stuba osiguranja u penzioni sistem Srbije tokom 2006. godine je bio ključni korak u razvoju i reformi penzionog sistema (Lisov 2006, 158-167). Za razliku od investicionih fondova, penzijski fondovi u Srbiji su u većoj meri sačuvali vrednost investicionih jedinica, jer je zakonska regulativa mnogo restriktivnija za ulaganja penzionih nego investicionih fondova, čime se omogućava njihovo kvalitetno i sigurno ulaganje. Penzijskim fondovima je onemogućeno da ulažu prevelik procenat svoje imovine u rizične hartije od vrednosti, kao što su akcije na berzi. Time su u uslovima krize penzijski fondovi zabeležili manji pad vrednosti investicionih jedinica od investicionih fondova. Veoma je bitno naglasiti da uprkos nezavidnoj situaciji u kojoj se industrija fondova nalazi, društva za upravljanje investicionim fondovima aktivno pokušavaju da razviju tu industriju i približe je građanima.

U Srbiji dozvolu za rad ima 6 društava za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondovima. Vrednost neto imovine 9 dobrovoljnih penzionih fondova u novembru 2010. godine je iznosila približno 95 miliona evra². Ipak smatra se da je tržište privatnih penzijskih fondova premalo, te su aktuelna spajanja fondova. Ako se posmatra valutna struktura plasmana dobrovoljnih penzionih fondova, 2/3 je u domaćoj valuti, a 1/3 u stranoj – evrima. Najviše se ulaže u domaće HOV, i to manje u vlasničke, a više u dužničke HOV, pre svega trezorske zapise i državne obveznice s obzirom da su DPF i zakonski onemogućeni da plasiraju veće iznose prikupljenih sredstava u rizične HOV. U pomenutom periodu je bilo približno 170.000 korisnika u fazi akumulacije, odnosno 52.000 aktivnih korisnika koji redovno uplaćuju mesečne uplate, što je vrlo mali broj u odnosu na populaciju u Srbiji (7,2 miliona) i broj zaposlenih (oko 1,9 miliona). To znači da samo oko 10 % zaposlenih ulaže u DPF i da još uvek postoji nedovoljna zainteresovanost stanovništva za ulaganja u dobrovoljne penzione fondove, a neki od razloga su nedovoljna informisanost i nepoverenje, kao i nizak životni standard građana Srbije, uz prosečnu neto mesečnu zaradu od 330 evra. Pri tome treba naglasiti da sistem obaveznog penzionog osiguranja koji je zasnovan na međugeneracijskoj solidarnosti opstaje samo zahvaljujući redovnom budžetskom finansiranju (čak 40 %), a izdaci za penzije zahvataju 14 % bruto društvenog proizvoda (BDP).

Poređenja radi u Sloveniji penzioni fondovi imaju 253.000 članova. Neto imovina fondova je oko 750 miliona evra (Securities Market Agency of Slovenia) i najviše se plasira u bankarske depozite i zajmove. U Hrvatskoj posluje 6 otvorenih

² Narodna banka Srbije www.nbs.rs

(164.000 članova) i 15 zatvorenih dobrovoljnih penzionih fondova (17.000 članova). Od 2003. godine postoje i 4 obavezna penziona fonda koji predstavljaju drugi stub osiguranja³ i u novembru 2010. godine imali su oko 1,5 miliona članova, a vrednost njihove imovine na kraju 2010. godine je dostigla 5 milijardi evra (Croatian Financial Services Supervisory Agency). Neto imovina otvorenih fondova u istom periodu iznosi oko 200 miliona evra. Kao i kod drugih penzionih fondova u regionu više se ulaže u domaće, nego u inostrane HOV, i to najviše u državne obveznice, kao manje rizične HOV. Hrvatska država podstiče ovaj vid osiguranja i uplaćuje još oko 160 evra godišnje za one koji u dobrovoljni fond ulažu do 30 evra mesečno. U Crnoj Gori posluje samo 2 dobrovoljna penziona fonda (Securities Commission of Republic of Montenegro), dok u Republici Srpskoj posluje Penzioni rezervni fond. U Makedoniji posluje dva otvorena dobrovoljna penziona fonda (MAPAS).

5. Razlozi otežanog razvoja tržišta kapitala i slabe zastupljenosti institucionalnih investitora u Srbiji

Zbog nerazvijenosti tržišta kapitala i Beogradske berze, država mora da se zadužuje na međunarodnom bankarskom tržištu, a privrednici kod banaka pod vrlo nepovoljnim uslovima. Tržište kapitala je bitno zbog toga što omogućava protok kapitala, ali i zbog toga što je to alternativa bankarskim kreditima. Na Beogradskoj berzi nema instrumenata kao što su korporativne obveznice, niti ima kvalitetnih državnih papira, kao ni municipalnih obveznica. Država ne emituje državne papire kojima bi pomogla razvoj tržišta kapitala. Najveća kriza Beogradske berze nastupila je kada su se povukli strani investitori.

Na finansijskom tržištu Srbije postoji samo jedna finansijska berza (Beogradska berza), te se predlaže razvijanje alternativnih tržišta. Na berzanskom prime marketu se nalaze samo četiri domaće kompanije i još 3 kompanije (od toga jedna domaća banka) na standard market (Beogradska berza), a većina ostalih (približno 1600) je na vanberzanskom tržištu. S obzirom da se njihovim akcijama javno ne trguje, niti će uskoro postati javna društva i objavljivati svoje finansijske izveštaje, trebalo bi ih eliminisati sa Berze. Zbog nedovoljnog broja revizorskih firmi (35) i ovlašćenih revizora (200) finansijski izveštaji kasne i ne zahteva se njihova revizija za pomenuta preduzeća koji nisu aktivna na Berzi. Takođe, korporativno upravljanje u Srbiji je na vrlo niskom nivou i većina preduzeća objavljivanjem finansijskih izveštaja uglavnom ispunjenja svoju zakonsku obavezu, u cilju izbegavanja novčanih i drugih sankcija i još uvek ne shvata ozbiljno značaj dostupnosti finansijskih izveštaja javnosti. Osim što povećavaju stepen transparentnosti njihovog poslovanja, jer su finansijski izveštaji pre svega namenjeni eksternim korisnicima - sadašnjim i potencijalnim investitorima, izveštaji su vrlo često i jedini način saznavanja informacija o poslovanju i

³ Zaposleni su obavezni da izdvoje 5 % svoje bruto zarade

Razlozi slabijeg uspeha institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Srbije

rezultatima datog preduzeća. Obaveza vršenja revizije finansijskih izveštaja ima svoj smisao u nezavisnoj i objektivnoj verifikaciji tačnosti navedenih podataka i povećanju stepena pouzdanosti i informativnosti samih izveštaja.

Neophodna je izmena zakonske regulative. Sa aspekta organizatora berzanskog tržišta, liberalizacija finansijskog tržišta je poželjna, ali uz primenu mehanizama čvršće kontrole i zaštite, u cilju povećanja poverenja i sigurnosti investitora. Pri tome, reorganizacija i ovako nerazvijenog domicilnog finansijskog tržišta zahteva značajna novčana sredstva, koja su i inače deficitarna. Tržište kapitala je još uvek plitko i nedostaju kvalitetne hartije od vrednosti, poput tzv. „blue chip“ (plavi žeton) akcija i municipalnih obveznica. Iako je privatizacija otpočela pre više od decenije, još uvek nije u potpunosti završena. Srbija je jedina zemlja u regionu u kojoj nije sprovedena masovna vaučerska privatizacija (MVP) putem koje bi svi punoletni građani bili uključeni u privatizaciju društvenih preduzeća i stekli mogućnost da dobijene vaučere zamene za akcije preduzeća (Ćirić 2008, 129). Drugi metodi privatizacije koji su kod nas sprovedeni su takođe usporili i odložili pojavu institucionalnih investitora na domicilnom finansijskom tržištu. Priliv kapitala od privatizacije malog broja preostalih preduzeća sa većinskim državnim vlasništvom se uglavnom usmerava u tekuću potrošnju i sve su manji prilivi sredstava po osnovu stranih direktinih investicija, što se može videti u tabeli.

Tabela 5: Strane direktne investicije (neto) u Srbiji 2000. – 2010. godine u milionima \$

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
50,0	165,0	475,0	1.365,0	966,0	1.550,0	4.264,0	2.523,2	2.716,9	1.864,8	1364,1

Izvor: European Bank for Research and Development (EBRD) - Transition Report

Bez jačanja tržišta kapitala, većeg prisustva institucionalnih investitora i drugih finansijskih intermedijatora, ne može se imobilisati kapital domaćih i inostranih vlasnika neophodan za finansiranje realnog sektora, a bez toga nema ni održivog ekonomskog razvoja jedne zemlje.

Očekuje se pojava municipalnih obveznica u nekoliko opština tokom 2011. godine. One predstavljaju odličan način da gradovi, opštine i lokalne samouprave emitovanjem obveznica prikupe izvore finansiranja potrebne za različite projekte, uz različite rokove dospeća. Municipalne obveznice su vrlo interesantne investitorima zbog relativno niskog rizika i solidnog prinosa koje obezbeđuju.

Takođe treba imati u vidu i podatak da je devizna štednja građana u poslovnim bankama u aprilu 2010. godine iznosila 6.3 milijardi evra. Procena je da je kod građana teaurisano još oko milijardu evra, što je dobar signal za institucionalne investitore.

6. Zaključak

Rastuća institucionalizacija finansijske štednje uz sve veći značaj i ulogu penzionih i investicionih fondova i osiguravajućih društava, predstavlja najvažniju promenu na finansijskim tržištima u novije vreme. Mobilizacijom i plasmanom raspoloživih i fragmentiranih novčanih sredstava institucionalni investitori potpomažu privredni razvoj i kreiranje društvenog blagostanja, ali i ostvarenje primarnog cilja, maksimizacije profita uz određenu toleranciju rizika. To je u interesu ne samo institucionalnih investitora, već i osiguranika, akcionara, privrede i društva u celini. To je posebno značajno u manje razvijenim zemljama gde postoji permanentna "glad" za kapitalom.

Bez razvoja finansijskog tržišta, naročito tržišta kapitala, većeg prisustva institucionalnih investitora i drugih finansijskih intermedijatora, ne može se imobilisati kapital domaćih i inostranih vlasnika neophodan za finansiranje realnog sektora, a bez toga nema ni održivog ekonomskog razvoja jedne zemlje. Problemi koji proizilaze iz plitkog i nerazvijenog finansijskog tržišta Srbije, dodatno opterećeni dejstvom globalne finansijske krize, su poništili dobar start novijih institucionalnih investitora poput investicionih i penzionih fondova. Dodatne otežavajuće okolnosti su vrlo loša situacija u realnom sektoru ekonomije, velika zavisnost od uvoza, slaba i nestabilna domaća valuta, veliki broj nezaposlenih i penzionera i drugih izdržavanih lica, zatim nepoverenje stanovništva proisteklo iz loših iskustava sa bankarskim sistemom tokom devedestih godina, kao i neinformisanost o prednostima plasmana štednje kod institucionalnih investitora, nepostojanje kvalitetnih hartija od vrednosti i municipalnih obveznica. Sve to je uticalo da nakon uspešnog pojavljivanja i visokih pozitivnih prinosa malog broja institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Srbije, neposredno pred početak globalne finansijske krize, posle 3 godine njihovog poslovanja većina beleži negativne prinose i usporen je trend pojavljivanja novih institucionalnih investitora i povećanja zainteresovanosti vlasnika kapitala za ulaganja u iste.

Literatura

1. Agencija za superviziju na kapitalno finansirano penzisko osiguravanje – MAPAS www.mapas.gov.mk
2. Belgrade Stock Exchange, www.belex.rs
3. Croatian Financial Services Supervisory Agency, www.hanfa.hr
4. Ćirić, J. (2008) *The role and the importance of investment funds on the Serbian financial market*. Magister thesis. Faculty of Economics, University of Novi Sad.
5. European Fund and Assets Management Association – EFAMA, www.efama.org
6. Gitman, L.J., Joehnk, M.D. (2003) *Fundamentals of investing*. Boston: Pearson Education.
7. Kočović, J., Šulejić, P. (2002) *Osiguranje*. Beograd: Ekonomski fakultet.
8. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srpske www.secrs.gov.ba

Razlozi slabijeg uspeha institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Srbije

9. Lisov, M. (2006) *Private pension insurance*. Novi Sad: Center for Automation and Mechatronics.
10. Marović, B., Kuzmanović, B. & Njegomir, V. (2009) *Fundamentals of insurance and reinsurance*. Belgrade: Princip Press.
11. Narodna banka Srbije, http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/60/60_2/index.html
12. Njegomir, V. (2010) Insurance companies as institutional investors. *Računovodstvo*, 54 (5-6): 50-68.
13. Njegomir, V. (2010) Solvency II directive and its implications on risk management in insurance companies. *Finansije*, 64 (1-6): 272-306.
14. Njegomir, V., Ćirić, J. (2010) Sustainable economic development: The role of insitutional investors. *Proceedings of XII International Symposium SYMORG*. Belgrade: Faculty of Organizational Sciences.
15. Rakonjac Antic, T. (2010) *Pension and health insurance*. Beograd: Ekonomski fakultet
16. Securities Commission of FYR of Macedonia, www.sec.gov.mk
17. Securities Commission of Republic of Montenegro, www.scmn.me
18. Securities Market Agency of Slovenia, www.a-tvp.si
19. Skipper, H.D. & Kwon, W. J. (2007) *Risk Management and Insurnace: Perspectives in a Global Economy*. Oxford, UK: Blackwell Publishing, Ltd.
20. Stickney, C.P., Weil, R.L., Schipper, K., Francis, J. (2010) *Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods and Uses*. South-Western Cengage Learning.
21. The 2010 Investment Company Fact Book, 50th Edition, Investment Company Institute (ICI) www.ici.org
22. www.kamatika.com

THE REASONS FOR LESSER SUCCESS OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN THE SERBIAN FINANCIAL MARKET

Abstract: Eastern European countries, including former Yugoslav countries, have marked economic development rates much higher than they were in developed countries. Development was primarily based on foreign resources that were secured through donations, foreign direct investments or foreign banks' loans. However, the achievement of sustainable economic growth cannot be feasible without the mobilisation of domestic financial savings that is done by institutional investors. Although they appeared later than banks, institutional investors as financial institutions considerably contribute to capital market's deepening and development and by that they also facilitate economic development. We analyse the role of institutional investors, investment funds, pension funds and insurance companies, as sources of long-term financial resources for sustainable economic development. We denote their position in the financial system structure, parallels of their development in former Yugoslav countries, diverse impact of the world economic crisis on institutional investors, and specify reasons of their lesser successful emerging and business in the Serbian financial market.

Keywords: insurance companies, investment fund, pension fund, global financial crisis