

Jovan Njegić*

RAZVOJ I STRUKTURA INVESTICIONIH FONDOVA U SJEDINJENIM AMERIČKIM DRŽAVAMA

Sažetak: Posmatrajući Sjedinjene Američke Države kao zemlju sa najrazvijenijom industrijom investicionih fondova, može se doći do zaključka da ove finansijske institucije zauzimaju značajno mesto u finansijama i celokupnoj ekonomiji ove zemlje. Podaci ukazuju na to da je krajem 2003. godine na prostoru SAD poslovalo preko 8000 ovih finansijskih institucija, koje su pod svojom kontrolom držale imovinu u vrednosti od 7,4 biliona dolara. Ovaj podatak dobija na značaju kada se ima u vidu da je to predstavljalo približno 18 procenata ukupnih finansijskih sredstava američke populacije. Ukoliko posmatramo domaćinstva u okviru SAD, možemo uočiti da se tokom 2003. godine 26 procenata domaćinstava opredelilo za investicione fondove kao mesto za ulaganje novca, dajući im prednost u odnosu na ulaganja u banke, kupovinu akcija ili neku drugu vrstu investicije. Upravo te činjenice predstavljaju motiv da se u ovom radu pruži prikaz strukture i razvoja investicionih fondova u Sjedinjenim Američkim Državama.

Ključne reči: investicioni fondovi, razvoj investicionih fondova, struktura investicionih fondova

Development and structure of investment funds in the United States

Abstract: Observing the United States as the country with the most developed investment funds industry, we can come to the conclusion that these financial institutions occupy an important place not just in finance, but also in the overall economy of this country. The data indicate that there were over 8000 of these financial institutions at the end of 2003 in the United States. Value of property held under their control was 7.4 billion dollars. This fact becomes more important when one bears in mind that it represented approximately 18 percent of the total financial resources of the American population. If we look at households in the USA, we can see that in 2003. the 26 percent of households chosen investment funds as a place to invest money, giving them an advantage over the investment banks, buying shares or any other type of investment. According to those facts, the motive of this paper is to provide an outline and development of investment funds in the United States.

Key words: investment funds, development of investments funds, structure of investment funds

1. Pojam investicionih fondova u Sjedinjenim Američkim Državama

Posmatrajući Sjedinjene Američke Države kao zemlju sa najrazvijenijom industrijom investicionih fondova, može se doći do zaključka da ove finansijske institucije zauzimaju značajno mesto u finansijama i celokupnoj ekonomiji ove zemlje. Podaci ukazuju na to da je krajem 2003. godine na prostoru SAD poslovalo preko 8000 ovih finansijskih institucija, koje su pod svojom kontrolom držale imovinu u vrednosti od 7,4 biliona dolara. Ovaj podatak dobija na značaju kada se ima u vidu da je to predstavljalo približno 18 procenata ukupnih finansijskih sredstava američke populacije. Ukoliko posmatramo domaćinstva u okviru SAD, možemo uočiti da se tokom 2003. godine 26 procenata domaćinstava opredelilo za investicione fondove kao mesto za ulaganje novca, dajući im prednost u odnosu na ulaganja u banke, kupovinu akcija ili neku drugu vrstu investicije.

Terminologija vezana za investicione kompanije u Sjedinjenim Američkim Državama ima određene specifičnosti. Njihovo poslovanje regulisano je pre svega Zakonom o investicionim kompanijama, donetim 1940. godine (Investment Company Act), a zatim i Zakonom o hartijama o vrednosti (Securities Act, 1933), i

* mr Jovan Njegić, saradnik u nastavi Visoke poslovne škole strukovnih studija u Novom Sadu.

Zakonom o prometu hartija od vrednosti (Securities Transfer Act, 1934). Na osnovu navedenih zakonskih regulativa, investicione kompanije se mogu definisati na sledeći način¹:

Pri korišćenju imena „investiciona kompanija“, podrazumeva se bilo koji izdavalac koji:

1. se bavi, ili ima nameru da se upusti u poslove investiranja, reinvestiranja ili trgovinom hartijama od vrednosti;
2. se bavi, ili ima nameru da se bavi izdavanjem nominalnih sertifikata obročnog tipa, ili
3. se bavi ili ima nameru da se upusti u poslovna ulaganja, reinvestiranja, posedovanje, držanje, ili trgovanje investicionim hartijama od vrednosti, a ima u vlasništvu ili predlaže investiranje u hartije od vrednosti koje prelaze 40 procenata vrednosti imovine izdavaoca (isključujući državne hartije od vrednosti i gotovinske stavke) na nekonsolidovanoj osnovi.

Pod izrazom „investicione hartije od vrednosti“ u ovom odeljku podrazumevaju se sve hartije od vrednosti, izuzev: a) državnih hartija od vrednosti; b) hartija od vrednosti izdatih od strane kompanije zaposlenih i c) hartija od vrednosti izdatih od strane kćerki-preduzeća, koja su u većinskom vlasništvu preduzeća koje (i) nije investiciona kompanija, i (ili) ne može se podvesti pod izuzetke iz definicije investicionih kompanija navedene u pasusima (1) i (7) pododjeljka (detaljnije informacije o navedenim izuzecima mogu se pronaći u navedenom Zakonu).

Na osnovu navedenog, može se zaključiti da se pod investicionim kompanijama smatraju kompanije koje izdaju hartije od vrednosti i primarno se bave poslovima investiranja. Prema saveznom Zakonu o hartijama od vrednosti Sjedinjenih Američkih Država, osnovna podela ovih kompanija vrši se na:

- „Mutual Funds“, koje predstavljaju otvorene investicione fondove;
- „Closed-end Funds“, pod kojima se podrazumevaju zatvoreni investicioni fondovi;
- „UITs“ (Unit Investment Trusts), trustovi investicionih jedinica.

Kada je o otvorenim investicionim fondovima i trustovima investicionih jedinica reč, akcije ovih investicionih kompanija su otkupljive, što znači da će fond ili trust otkupiti akcije od investitora ukoliko ovi izraze želju da ih prodaju. Sa druge strane, zatvoreni investicioni fondovi ne vrše otkup sopstvenih akcija, tako da investitor ima jedino mogućnost da ih, ukoliko želi, proda na tržištu hartija od vrednosti. Svaka od navedenih investicionih kompanija može se javiti u više oblika, kao na primer: fond akcija, fond obveznica, fond tržišta novca i drugi.

Iako se nastanak investicionih fondova vezuje za rani XIX vek i Evropu, ove finansijske institucije su značajan razvoj doživele u Sjedinjenim Američkim Državama (SAD). Tačan začetak neki istoričari vezuju za Massachusetts Hospital Life Insurance Company, koja je 1823. godine prva prihvatila i izvršila prikupljanje uloga radi investiranja za račun ulagača. Drugi njihov nastanak vezuju za Boston Personal Property Trust, osnovan 1893. godine kao zatvorena investiciona kompanija, koja je omogućila malim ulagačima da diverzifikuju svoja portfolija. Takođe, postoji i shvatanje da je u stvari Alexander Fund, osnovan u Filadelfiji 1907. godine preteča investicionih fondova kakve danas poznajemo².

Dalji razvoj investicionih fondova tokom dvadesetog veka može se smatrati prilično usporenim sve do početka sedamdesetih godina, da bi početkom osamdesetih ovaj rast prevazišao sva očekivanja, kako po broju novonastalih fondova (tabele 5 i 6), tako i po vrednosti neto imovine u njihovom vlasništvu (tabele 3 i 4).

Danas može izgledati da je razvoj ovih finansijskih kompanija jednostavno bio neizbežan. Treba međutim imati u vidu da u prošlosti često nije izgledalo tako. Kao primer različitih predviđanja vezanih za razvoj investicionih fondova mogu se navesti sledeći citati³:

- godine 1949, kada je imovina fondova u Sjedinjenim Američkim Državama iznosila oko dve milijarde dolara, neki finansijski analitičari došli su do zaključka da su investicioni fondovi „dostigli vrh svog rasta“;

¹ Investment Company Act, Section 3, 1940. god.

² S. Anderson, P. Ahmed, (2005:9).

³ S. Anderson, P. Ahmed, (2005:21).

- 1973. godine, kada je imovina fondova dostigla vrednosti od 47 milijardi dolara, Donald Pitti, predsednik Weisenberger Services (statističke biblije tog vremena kada je u pitanju industrija investicionih fondova), izjavio je da će „industrija fondova kakvu danas znam najverovatnije nestati“;
- 1977. godine vrednost imovine fondova dostiže 50 milijardi dolara, kada profesor Poslovne škole Harvard, Martin Marshall, izjavljuje: „industrija investicionih fondova je proživela godine velikog rasta“;
- godine 1987, kada imovina investicionih fondova dostiže vrednost od 4 biliona dolara, profesor Michael Porter sa Poslovne škole Harvard predviđa: „suština je da će strukturalna atraktivnost ove industrije neminovno doživeti pad. 1993. godina može biti vrhunac. Eventualno 1994. godina. Ali, neizbežno će nastupiti pad“;
- U 2000. godini, kada preko 83 miliona Amerikanaca ulaže u imovinu fondova vrednu šest biliona dolara, Forrester Research prognozira da „dolazi smrt investicionih fondova“, a Red Herring proglašava „smrt investicionih fondova“.

Razvoj otvorenih investicionih fondova

Pored navedenih prognoza, iz podataka prikazanih u tabelama 1 i 2 može se videti kako se zaista kretao razvoj investicionih fondova od 1960. godine do danas.

Tabela 1. Ukupna vrednost neto imovine otvorenih investicionih fondova u SAD u periodu 1960–1983. godine, u milijardama dolara

Godina	Ukupno	Fond akcija	Fond obveznica	Fond tržišta novca
1960.	17,03	16,00	1,02	–
1965.	35,22	32,76	2,46	–
1970.	47,62	45,13	2,49	–
1971.	55,05	51,58	3,47	–
1972.	59,83	55,92	3,91	–
1973.	46,52	42,99	3,52	–
1974.	35,78	30,87	3,19	1,72
1975.	45,87	37,49	4,68	3,7
1976.	51,28	39,19	8,39	3,69
1977.	48,94	34,07	10,98	3,89
1978.	55,84	32,67	12,31	10,86
1979.	94,51	35,88	13,1	45,53
1980.	134,76	44,42	13,98	76,36
1981.	241,37	41,19	14,01	186,16
1982.	296,68	53,63	23,21	219,84
1983.	292,99	76,97	36,63	179,39

Izvor: Investment Company Institute.

Na osnovu podataka prikazanih u tabelama, može se uočiti da su otvoreni investicioni fondovi akcija doživeli značajan rast tokom devedesetih godina prošlog veka. 1990. godine, na primer, najviše ulaganja odlazilo je u fondove tržišta novca – 47%, dok sufondovi akcija bili na trećem mestu, iza fondova obveznica,

sa svega 23% investicija. Struktura se tokom te decenije značajno menja, da bi deset godina kasnije vrednost imovine fondova akcija u ukupnoj imovini zatvorenih fondova sa preko 3,9 biliona dolara zauzimala 57%, u odnosu na 26% koliko je iznosio udeo imovine fondova tržišta novca, i svega 12% kada su u pitanju fondovi obveznica.

Tabela 2. Ukupna vrednost neto imovine otvorenih investicionih fondova u SAD posle reklasifikacije, u periodu 1984–2008. godine, u milijardama dolara

Godina	Ukupno	Fond akcija	Hibridni fond	Fond obveznica	Fond tržišta novca
1984.	370,68	79,73	11,15	46,24	233,55
1985.	495,39	111,33	17,61	122,65	243,8
1986.	715,67	154,45	25,76	243,31	292,15
1987.	769,17	175,45	29,25	248,37	316,1
1988.	809,37	189,38	26,35	255,69	337,95
1989.	980,67	245,04	35,64	271,9	428,09
1990.	1.065,19	239,48	36,12	291,25	498,34
1991.	1.393,19	404,73	52,23	393,78	542,44
1992.	1.642,54	514,09	78,04	504,21	546,19
1993.	2.069,96	740,67	144,5	619,48	565,32
1994.	2.155,32	852,76	164,4	527,15	611
1995.	2.811,29	1.249,08	210,33	598,87	753,02
1996.	3.525,80	1.726,01	252,58	645,41	901,81
1997.	4.468,20	2.368,02	317,11	724,18	1.058,89
1998.	5.525,21	2.977,94	365	830,59	1.351,68
1999.	6.846,34	4.041,89	378,81	812,49	1.613,15
2000.	6.964,63	3.961,92	346,28	811,19	1.845,25
2001.	6.974,91	3.418,16	346,32	925,12	2.285,31
2002.	6.390,36	2.662,46	325,49	1.130,45	2.271,96
2003.	7.414,40	3.684,16	430,47	1.247,77	2.052,00
2004.	8.106,94	4.384,05	519,29	1.290,41	1.913,19
2005.	8.904,82	4.939,75	567,3	1.357,23	2.040,54
2006.	10.396,51	5.910,54	653,15	1.494,37	2.338,45
2007.	11.999,52	6.515,92	718,55	1.679,30	3.085,76
2008.	9.601,09	3.704,47	498,69	1.565,68	3.832,24

Izvor: Investment Company Institute.

Značajan rast učinio je svakako i imovinu akcijskih fondova daleko osetljivijom na ekonomska kretanja. Tokom 1991. i 1992. godine dolazi do značajnog pada vrednosti imovine akcijskih fondova i u apsolutnom i u relativnom iznosu. Ovaj pad, sa pomenutih 3,96 biliona dolara u 1990. Godini, na 2,66 biliona dolara krajem 2002. godine, u relativnom iznosu predstavlja gubitak 33% imovine, tako da u toj godini imovina akcijskih fondova dolazi na svega 42% ukupne neto imovine zatvorenih fondova, čime se približila udelu od 35% koliko su zauzimali fondovi tržišta novca. Međutim, nakon ovog naglog pada, nastupa još naglašeniji rast, koji krajem 2007. godine dovodi vrednost neto imovine akcijskih fondova na neverovatnih 6,5 biliona dolara (54% vrednosti ukupne imovine zatvorenih fondova). Ovaj rast prekida se nastupanjem finansijske krize, koja je skoro prepolovila vrednost njihove imovine. Nasuprot tome, može se uočiti da se i tokom krize ulaganja u fondove tržišta novca umerenim tempom povećavaju, što govori o opreznosti investitora, i

njihovom blagom preusmeravanju od akcija na instrumente tržišta novca. Tabele 3 i 4 ilustruju dinamiku broja otvorenih investicionih fondova u SAD u periodu 1970–2008. godine.

Tabela 3. Ukupan broj otvorenih investicionih fondova u SAD u periodu 1970–1983. godine

Godina	Ukupno	Fond akcija	Fond obveznica	Fond tržišta novca
1970.	361	323	38	–
1971.	392	350	42	–
1972.	410	364	46	–
1973.	421	366	55	–
1974.	431	343	73	15
1975.	426	314	76	36
1976.	452	302	102	48
1977.	477	296	131	50
1978.	505	294	150	61
1979.	526	289	159	78
1980.	564	288	170	106
1981.	665	306	180	179
1982.	857	340	199	318
1983.	1.026	396	257	373

Izvor: Investment Company Institute.

Tabela 4. Ukupan broj otvorenih investicionih fondova u SAD posle reklasifikacije, u periodu 1984–2008. godine

Godina	Ukupno	Fond akcija	Hibridni fond	Fond obveznica	Fond tržišta novca
1984.	1.243	459	89	270	425
1985.	1.528	562	103	403	460
1986.	1.835	678	121	549	487
1987.	2.312	824	164	781	543
1988.	2.737	1.006	179	942	610
1989.	2.935	1.069	189	1.004	673
1990.	3.079	1.099	193	1.046	741
1991.	3.403	1.191	212	1.180	820
1992.	3.824	1.325	235	1.400	864
1993.	4.534	1.586	282	1.746	920
1994.	5.325	1.886	361	2.115	963
1995.	5.725	2.139	412	2.177	997
1996.	6.248	2.570	466	2.224	988
1997.	6.684	2.951	501	2.219	1.013
1998.	7.314	3.512	526	2.250	1.026
1999.	7.791	3.952	532	2.262	1.045
2000.	8.155	4.385	523	2.208	1.039

2001.	8.305	4.716	483	2.091	1.015
2002.	8.244	4.747	473	2.035	989
2003.	8.126	4.599	508	2.045	974
2004.	8.041	4.547	510	2.041	943
2005.	7.975	4.586	505	2.013	871
2006.	8.117	4.769	508	1.993	847
2007.	8.024	4.764	488	1.967	805
2008.	8.022	4.830	492	1.916	784

Izvor: Investment Company Institute.

Razvoj zatvorenih investicionih fondova

Pri analizi kretanja broja zatvorenih investicionih fondova, može se zaključiti da je ekspanzija akcijskih fondova tokom poslednje decenije dvadesetog veka u najvećoj meri usledila zbog povećanja neto imovine po fondu, znači usled povećanja vrednosti akcija u njihovom portfoliju. Ukoliko uzmemo 1990. godinu kao primer, prosečna vrednost neto imovine akcijskog fonda je iznosila 218 miliona dolara, da bi deset godina kasnije ta vrednost dostigla 903 miliona dolara. Kao što se moglo i očekivati, krize 2001–2002. i 2008. godine uslovile su padove vrednosti imovine fondova koji su uzrokovani padom cena akcija, usled čega je prosečna vrednost fonda 2002. godine iznosila svega 560 miliona dolara, a 2008. godine 767 miliona dolara (što predstavlja izuzetan pad u odnosu na 1368 miliona dolara, koliko je u proseku vredeo akcijski fond 2007. godine). Ove oscilacije su daleko manje izražene kod fondova obveznica i hibridnih fondova, što je i razumljivo s obzirom na manji rizik ulaganja kada su u pitanju dužničke hartije od vrednosti. Sa druge strane, fondovi tržišta novca beleže konstantan rast, od 672 miliona dolara koliko je iznosila prosečna vrednost ovog fonda 1990. godine, do 4888 miliona dolara, koliko je ta vrednost iznosila 2008. godine.

Primetno je da zatvoreni investicioni fondovi i UITs, sa druge strane, imaju daleko manji značaj od otvorenih fondova, kada je u pitanju vrednost njihove neto imovine. Razlika je tolika da se može reći da kretanje vrednosti imovine zatvorenih investicionih fondova i UITs-a imaju sasvim mali uticaj na kretanje vrednosti neto imovine industrije fondova u Sjedinjenim Američkim Državama.

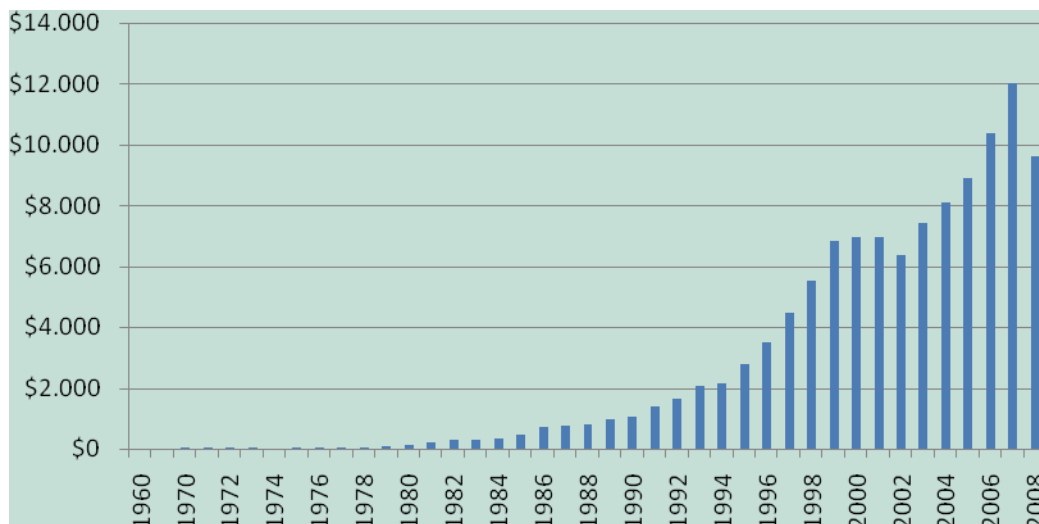
Zatvoreni fondovi su u 2008. godini u vlasništvu imali neto imovinu u vrednosti od 188 miliona dolara, od čega većina pripada fondovima obveznica (59,6%), dok je 40,4% u vlasništvu zatvorenih fondova akcija. Ovakva struktura omogućila je stabilnije kretanje vrednosti imovine ovih fondova od početka devedesetih godina do 2007. godine, uz daleko manje oscilacija u odnosu na kretanja otvorenih fondova. Finansijska kriza koja je nastupila krajem 2007. godine uticala je, međutim, i na vrednost imovine ovih fondova, smanjivši je za čitavih 40%. Ovaj pad vrednosti u velikoj meri uzrokovan je padom vrednosti imovine fondova akcija (48%), pri čemu je i pad vrednosti imovine fondova obveznica iznosio priličnih 33%.

Prosečna vrednost imovine zatvorenog investicionog fonda oscilirala je u proseku između 250 do 300 miliona dolara sve do 2002. godine, da bi usled naglog rasta ova vrednost dostigla 471 milion dolara 2007. godine. Kriza koja je potom nastupila dovela je do značajnog pada cena hartija od vrednosti, što je izazvalo pad prosečne vrednosti neto imovine zatvorenog fonda na svega 291 milion dolara krajem 2008. godine.

Neto vrednost imovine u vlasništvu UITs-a u poslednjih dvadeset godina, kao što se iz podataka tabele 8 može videti, ima tendenciju pada, sa cikličnim karakterom. Uzrok cikličnog kretanja vrednosti imovine je promena prosečne vrednosti neto imovine po fondu, koja je na svake četiri godine varirala između 4,3 i 8,8 miliona dolara. Sa druge strane, broj fondova je od početka devedesetih godina prošlog veka u konstantnom padu. Ove tendencije dovele su do toga da se, za razliku od 1990. godine, kada je vrednost neto imovine UITs-a bila 1,8 puta veća od neto imovine zatvorenih fondova, taj odnos drastično promeni, kako bi 2008. godine neto imovina zatvorenih fondova bila 6,6 puta veća od imovine UITs-a.

Zaključak

Na osnovu prethodnih analiza, može se zaključiti da su na kretanje neto imovine, kao pokazatelja značaja investicionih fondova u Sjedinjenim Američkim Državama, pretežan uticaj imali otvoreni investicioni fondovi. Kretanje celokupne industrije investicionih fondova samim tim ima skoro identičan trend kao i kretanje otvorenih investicionih fondova. Vrednost neto imovine ima izraziti uzlazni trend od 1980. godine do danas, s tim da se mogu uočiti jasno izraženi padovi 2001–2002. godine, kao i 2008. godine, sa početkom svetske ekonomske krize. Slika 1 ilustruje vrednosti neto imovine investicionih fondova u SAD u periodu 1960–2008. godine.



Slika 1. Prikaz vrednosti neto imovine investicionih fondova u SAD u periodu 1960–2008. godine, u milijardama dolara

Literatura

- [1] Anderson, S., Ahmed, P., (2005) *Mutual Funds - Fifty Years of Research Findings*, New York, Springer.
- [2] Damodaran, A., (2006) *Damodaran on Valuation*, Hoboken, NJ, John Wiley & Sons Ltd.
- [3] Fink, M., (2008) *The Rise of Mutual Funds*, Oxford, University Press.
- [4] Fishman, J., Pratt, S., Griffith, J., Wilson, D., (1999) *Guide to Business Valuations*, Fort Worth, Texas, Practitioners Pub Co.
- [5] Leko, V., Vlahović, A., Poznanić, V., (1997) *Procena vrednosti kapitala*, Beograd.
- [6] Mishkin, F., Eakins, S., (2003) *Financial Markets and Institutions*, Pearson Education Inc.
- [7] Investment Company Institute (2009) *2009 Investment Company Fact Book*.
- [8] *Investment Company Act* (1940).