



УНИВЕРЗИТЕТ “СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ” - СКОПЈЕ

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ – СКОПЈЕ

**ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТОТ КАЈ ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ
ИНВЕСТИТОРИ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА КАКО
ПРЕДУСЛОВ ЗА НИВНО УСПЕШНО ФУНКЦИОНИРАЊЕ**

ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА

Ментор
Проф. д-р Сашо Арсов

Кандидат
м-р Гордан Јанкуловски

Скопје, 2011 година

СОДРЖИНА

ВОВЕД

ГЛАВА 1

ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТ – ПОИМ, ПРИМЕНА И ЕЛЕМЕНТИ

1.1 ПОИМ И ПРИМЕНА НА ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТОТ	15
1.2 ЕЛЕМЕНТИ НА ИНВЕСТИЦИОНОТО ПОРТФОЛИО	18
1.2.1 Акциите како инвестиционен инструмент на портфолиото	19
1.2.1.1 Обични акции	20
1.2.1.2 Приоритетни акции	20
1.2.1.3 Вредност на акции	21
1.2.2 Обврзниците како инвестиционен инструмент на портфолиото	21
1.2.2.1 Видови обврзници	23
1.2.3 Финансиските деривати како инвестиционен инструмент на портфолиото	25
1.2.4 Алтернативни инвестиции како елемент од портфолиото	29
1.2.4.1 Недвижности	32
1.2.4.1.1 Видови инвестиции во недвижности	32
1.2.4.1.2 Инвестициони карактеристики на недвижностите	33
1.2.4.1.3 Улогата на недвижностите како диверзификатор	36
1.2.4.2 Благородни метали	36
1.2.4.2.1 Злато	36
1.2.4.2.2 Сребро	37
1.2.4.3 Готовина	38
1.3 ПРИСТАПИ КОН УТВРДУВАЊЕТО НА ВРЕДНОСТА НА АКЦИИТЕ	39
1.3.1 Фундаментална анализа	39
1.3.2 Потребни за имплементирање на фундаменталната анализа	43
1.3.3 Техничка анализа	43
1.3.3.1 Техники на техничката анализа	47
1.3.3.2 Предности и слабости на техничката анализа	50
1.4 ПРИНОСИ ПРИ ИНВЕСТИРАЊЕТО	52
1.5 РИЗИЦИ ПРИ ИНВЕСТИРАЊЕТО	55
1.5.1 Ризик на ликвидност	55
1.5.2 Девизен ризик	55
1.5.3 Политички ризик	56
1.5.4 Системски ризици	56
1.5.5 Несистемски ризици	57
1.6 ДИВЕРЗИФИКАЦИЈА НА РИЗИКОТ	57

ГЛАВА 2

ТЕОРИИ И МОДЕЛИ НА ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТОТ

2.1 РАЗВОЈ НА ТЕОРИЈАТА ЗА ИНВЕСТИРАЊЕ	59
2.1.1 Ефикасност на пазарите на капитал	59
2.1.1.1 Теорија за ефикасен пазар	60
2.2 ПОРТФОЛИО ТЕОРИЈАТА НА МАРКОВИЦ	64
2.2.1 Ефикасни или оптимални портфолија	68
2.2.2 Процес на избор на оптимално портфолио	69
2.3 МОДЕЛИ ЗА ВРЕДНУВАЊЕ НА КАПИТАЛНИТЕ СРЕДСТВА	70
2.3.1 Теорија на пазар на капитал	70

2.3.2 Модел за вреднување на капиталните средства (CAPM)	73
2.3.3 Теорија на арбитражно вреднување (АРТ)	77
2.3.4 Теоријата на арбитражно вреднување наспроти моделот за вреднување на капиталните средства	78

ГЛАВА 3

ПРОЦЕС НА ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТОТ

3.1 ИНВЕСТИЦИОНА ПОЛИТИКА	80
3.2 АНАЛИЗА НА ХАРТИИТЕ ОД ВРЕДНОСТ	81
3.3 КОНСТРУКЦИЈА НА ПОРТФОЛИОТО	81
3.4 РЕВИЗИЈА НА ПОРТФОЛИОТО	82
3.5 ЕВАЛУАЦИЈА НА ПЕРФОРМАНСОТ НА ПОРТФОЛИОТО	82
3.6 ИЗЈАВА ЗА ИНВЕСТИЦИОНА ПОЛИТИКА	83
3.6.1 Цели поврзани со приносот	84
3.6.2 Цели поврзани со ризикот	86
3.6.3 Потребни за ликвидност	87
3.6.4 Временски хоризонт	89
3.6.5 Даночни обврски	89
3.7 ЕЛЕМЕНТИТЕ НА ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТОТ КАЈ ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ	90
3.7.1 Цели поврзани со ризикот	90
3.7.2 Цели поврзани со приносот	91
3.7.3 Потребни за ликвидност	92
3.7.4 Временски хоризонт	92
3.7.5 Законски и регулаторни фактори	93
3.7.6 Даночни обврски	94

ГЛАВА 4

ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТОТ КАЈ ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ

4.1 ИНВЕСТИЦИОНИ КОМПАНИИ И ФОНДОВИ	96
4.1.1 Видови на инвестициони фондови	99
4.1.2 Основни видови на инвестициони фондови според видот на вложувањето	99
4.2 УПРАВУВАЊЕ СО ПОРТФОЛИОТО НА ИНВЕСТИЦИОНИТЕ ФОНДОВИ	100
4.2.1 Цели поврзани со ризикот	101
4.2.2 Цели поврзани со приносот	101
4.2.3 Потребни за ликвидност	102
4.2.4 Временски хоризонт	102
4.2.5 Законски и регулаторни фактори	103
4.2.6 Даночни обврски	103
4.3 ПЕНЗИСКИ ФОНДОВИ	104
4.3.1 Управување со портфолиото на пензиските фондови	105
4.3.1.1 Цели поврзани со ризикот	107
4.3.1.2 Цели поврзани со приносот	108
4.3.1.3 Потребни за ликвидност	109
4.3.1.4 Временски хоризонт	110
4.3.1.5 Законски и регулаторни фактори	110
4.3.1.6 Корпоративно управување со ризикот и инвестициите на средствата на пензиските фондови	111

4.4 ОСИГУРИТЕЛНИ КОМПАНИИ	112
4.4.1 Управување со портфолиото на осигурителните компании	117
4.4.1.1 Компании за животно осигурување	117
4.4.1.1.1 Цели поврзани со ризикот	118
4.4.1.1.2 Загриженост во однос на вреднувањето	119
4.4.1.1.3 Останати ризици	119
4.4.1.1.4 Цели поврзани со приносот	120
4.4.1.1.5 Потребности за ликвидност	122
4.4.1.1.6 Временски хоризонт	122
4.4.1.1.7 Даночни обврски	123
4.4.1.1.8 Законски и регулаторни фактори	123
4.4.1.1.9 Заеднички карактеристики	124
4.4.1.2 Компании за неживотно осигурување	124
4.4.1.2.1 Цели поврзани со ризикот	125
4.4.1.2.2 Цели поврзани со приносот	127
4.4.1.2.3 Потребности за ликвидност	128
4.4.1.2.4 Временски хоризонт	129
4.4.1.2.5 Даночни обврски	130
4.4.1.2.6 Законски и регулаторни фактори	130
4.4.1.2.7 Детерминирање на портфолио политиките	131
4.5 БАНКИ	132
4.5.1 Управување со портфолиото на банките	134
4.5.1.1 Цели поврзани со ризикот	136
4.5.1.2 Цели поврзани со приносот	137
4.5.1.3 Даночни обврски	137
4.5.1.4 Законски и регулаторни фактори	137
4.6 ФОНДАЦИИ	138
4.6.1 Управување со портфолиото на фондациите	139
4.6.1.1 Цели поврзани со ризикот	139
4.6.1.2 Цели поврзани со приносот	140
4.6.1.3 Потребности за ликвидност	140
4.6.1.4 Временски хоризонт	141
4.6.1.5 Даночни обврски	141
4.6.1.6 Законски и регулаторни фактори	142
4.6.1.7 Заеднички карактеристики	142
4.7 ДОНАТОРСКИ ОРГАНИЗАЦИИ	143
4.7.1 Управување со портфолиото на донаторските организации	145
4.7.1.1 Цели поврзани со ризикот	147
4.7.1.2 Цели поврзани со приносот	148
4.7.1.3 Потребности за ликвидност	150
4.7.1.4 Временски хоризонт	150
4.7.1.5 Даночни обврски	151
4.7.1.6 Заеднички карактеристики	151

ГЛАВА 5

КОМПАРАЦИЈА НА ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТОТ НА ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ ВО ХРВАТСКА И СЛОВЕНИЈА СО ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

5.1 ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТОТ КАЈ ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ ВО РЕПУБЛИКА ХРВАТСКА	154
5.1.1 Пазарот на капитал во Република Хрватска	154
5.1.2 Инвестиционите фондови во Република Хрватска	157

5.1.2.1 Затворените инвестициони фондови во Р.Хрватска	157
5.1.2.2 Отворените инвестиционите фондови во Р.Хрватска	158
5.1.2.3 Приватизирачките инвестициони фондови во Р.Хрватска	159
5.1.2.4 Примерот на инвестиционите фондови на Хрватска Поштенска Банка и ХПБ Инвест	159
5.1.3 Пензиските фондови во Република Хрватска и нивното портфолио	164
5.1.4 Банките во Република Хрватска и нивното портфолио	169
5.1.5 Осигурителните компании во Република Хрватска и нивното портфолио	171
5.2 ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТОТ КАЈ ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ ВО РЕПУБЛИКА СЛОВЕНИЈА	173
5.2.1 Финансискиот сектор и пазарот на капитал во Република Словенија	173
5.2.2 Приватизирачките фондови во Република Словенија	175
5.2.3 Класичните инвестициони фондови	176
5.2.3.1 Инвестиционата политика на инвестиционите фондови во Република Словенија преку примерот на КД Групаџијата	183
5.2.4 Пензиските фондови во Република Словенија и нивното портфолио	187
5.2.5 Банките во Република Словенија и нивното портфолио	188
5.2.6 Осигурителните компании во Република Словенија и нивното портфолио	189
5.3 ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТОТ КАЈ ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	191
5.3.1 Развојот на институционалните инвеститори во Р.Македонија	191
5.3.2 Институционална и законска рамка на пазарот на капитал во Р.Македонија	196
5.3.3 Портфолијата на инвестиционите фондови во Р. Македонија	199
5.3.3.1 Отворените инвестициони фондови во Р. Македонија	199
5.3.3.1.1 Споредба на стратегиите за инвестирање, приносите, структурата на вложување и изложеноста по сектори и индустрии на отворените инвестициски фондови Илирика ЈИЕ и КД БРИК.	205
5.3.3.2 Затворените инвестициони фондови во Р. Македонија	211
5.3.3.3 Приватните инвестициони фондови во Р. Македонија	212
5.3.4 Институционална инфраструктура на пензискиот систем во Р. Македонија	213
5.3.5 Пензиските фондови во Република Македонија	215
5.3.5.1 Инвестирање на средствата на пензиските фондови во Република Македонија	216
5.3.5.1.1 Портфолио менаџментот на пензиските фондови во Република Македонија	221
5.3.5.1.2 Споредба на приносите на пензиските со инвестициските (отворени) фондови во Р.Македонија	230
5.3.5.1.3 Споредба на видовите хартии од вредност кои се вложуваат (според начинот на чување односно расположливи за тргување) помеѓу пензиските и инвестициските фондови (2007-2009)	232
5.3.6 Банките во Република Македонија и нивните портфолија	233
5.3.6.1 Заеднички карактеристики втемелени во политиките односно стратегиите за инвестирање во хартии од вредност на банките во Република Македонија	234
5.3.7 Осигурителните компании во Република Македонија	238
5.3.7.1 Портфолијата на осигурителните компании во Р.Македонија	239
5.4 ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТОТ ВО ФУНКЦИЈА НА ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	243

5.5 КОМПАРАЦИЈА НА ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТОТ НА
ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ ОД ХРВАТСКА И СЛОВЕНИЈА
СО ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТОТ НА МАКЕДОНСКИТЕ ИНСТИТУЦИОНАЛНИ
ИНВЕСТИТОРИ

246

**ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА
ЛИТЕРАТУРА**

*Портофолио менаџментот кај институционалните инвеститори во
Р. Македонија како предуслов за нивно успешно функционирање*

Апстракт

Целта на оваа дисертација е да се укаже на важноста на портофолио менаџментот за институционалните инвеститори, притоа користејќи ја анализата на теоријата од оваа област, светските искуства и практиката во Република Македонија. Притоа, интегралниот пристап кон анализата на градењето на инвестициското портофолио е поширокиот предмет на интерес во оваа дисертација.

Трудот го сочинуваат повеќе делови, во кои се анализирани повеќе области: примената на портофолио менаџментот при донесување на инвестициони одлуки, пред се на институционалните инвеститори; разновидни теории и методи во функција на ефикасноста на портофолио менаџментот; техники за вреднување на хартиите од вредност; управувањето со портофолиото на институционалните инвеститори во некои балкански земји и примената на портофолио менаџментот на институционалните инвеститори во Република Македонија.

Податоците кои беа собрани и анализирани укажуваат дека нашата држава е во извесно заостанување во однос на останатите држави на Балканот кога се зборува за портофолио менаџментот кај институционалните инвеститори. Сепак, работите се движат кон подобро: се менува и усогласува законската регулатива со регулативата на Европската Унија во оваа област; се поприсутно е зголемувањето на конкуренцијата кај банките, инвестиционите фондови, осигурителните компании, што пак допринесува за подобрување и проширување на услугите од оваа област кај граѓаните.

Клучни зборови: хартии од вредност, институционални инвеститори, портофолио, банки, инвестициони фондови, осигурителни компании и друго.

Managing institutional investors' portfolio in the Republic of Macedonia as prerequisite for their successful operation

A b s t r a c t

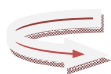
The objective of this doctoral thesis is to emphasise the significance of managing the institutional investors' portfolio by using the theory analysis in this field, the world experiences and the practice in the Republic of Macedonia. Hence, the general subject of interest of this thesis is the integral approach towards the analysis of building an investment portfolio.

The paper is comprised of several parts, which in their turn analyze multiple areas: the application of portfolio management in reaching investment decisions, primarily for the institutional investors; various theories and methods in function of the portfolio management efficiency; techniques for securities evaluation; management of institutional investors' portfolio in certain Balkan countries and application of the institutional investors' portfolio management in the Republic of Macedonia.

The information which was collected and analyzed concerning the management of the institutional investors' portfolio indicates that our country is lagging behind the remaining Balkan countries. Nevertheless, certain changes and improvements have been made to the benefit of this interest field: the national legislation is amended and harmonized with the EU legislation; there is an increased rate of competition among the banks, the investment funds and insurance companies, thereby contributing to improvement and expansion of the scope of services provided to the citizens.

Key words: securities, institutional investors, portfolio, banks, investment funds, insurance companies, etc.

ВОВЕД



Во последните три години на сцената со голема брзина се појавија инвестиционите импликации на брзиот економски развој на пазарот на капитал во Република Македонија. Со овие проблеми се судрија како институционалните, така и индивидуалните инвеститори. Од друга страна пак, финансиската помош од американската Влада (предлогот на Џорџ Буш - Џуниор) за санирање на последиците од финансиската криза во САД, како и помошта што повеќето европски влади ја одвоија за санирање/спасување на голем број на банки опфатени со рецесијата, дава се поголемо значење на стручноста, информираноста, аналитичноста на инвеститорите во формирањето на нивните портфолија.

На полето на инвестиционата (портфолио) анализа тоа резултираше со престојување на научните напори во правец на вметнување на новите критериуми кои ги постави концептот за одржлив развој на инвестиционите проекции. Во секој случај, преовладува ставот дека интегрирањето, пред се, на фундаменталната и техничката анализа со макроекономските и микроекономските фактори ќе влијаат врз структурирањето на идните портфолија на институционалните инвеститори.

И покрај тоа што во оваа дискусија главниот збор го имаат претставниците на развиените земји кои се директно погодени од финансиската криза во САД, самата методологија ќе најде примена исто така и во помалку развиените земји како што е и нашата. Ова произлегува од фактот дека инвеститори на нашиот пазар на капитал беа и инвеститори (индивидуални и институционални) од држави кои директно и индиректно беа поврзани со инвестиции во пазарот на капитал во САД. Оттука и фактот дека и нашата држава беше погодена од светската финансиска криза, факт кој придонесе за падот на вредноста на цените на акциите на Македонската берза, па од таму и причината за разгледување на можностите за формирање на едно оптимално портфолио кое би претставувало симбиоза на повеќе методи, анализи концепти и модели на вреднување на хартиите од вредност со секако редуциран ризик на вложување.

Во овие аспекти ја гледам и можноста од давање на соодветен научен придонес со реализацијата на ова истражување. Дисторзиите кои предизвикуваат отстапувања на пазарните од реалните вредности на хартиите од вредност кај нас, сè уште се присутни на нашиот пазар на капитал. Проблематиката на формирањето на оптималното портфолио на инвеститорите во нашата научна литература, а и во практичните апликации, досега не е систематски и доволно третирана. Поради ова, со овој труд ќе настојувам истата да ја приближам до нашата научна јавност и со тоа да создадам подлога за вклучување на нашата земја со земјите кои веќе ги имаат прифатено начелата на “мудро” инвестирање.

Појавата на нови елементи и инструменти во функција на целта на економската наука и политика, поврзани со остварувањето на поголема капитална добивка од инвестирањето во хартии од вредност, но и со поголема претпазливост и минимизирање на ризикот, наметна потреба и од рedefинирање на пристапот кон анализата во градењето на портфолиото. Бидејќи досега постојните техники за анализа и структурирање на инвестиционото портфолио се разновидни, стручњаците одбираат еден модел кој сметаат дека ќе одговори на нивните зацртани задачи, односно начини со цел да се максимизира профитот и да се минимизира ризикот од вложување. Токму *интегралниот пристап кон анализата на градењето на инвестициското портфолио е поширокиот предмет на интерес во оваа дисертација.*

Како што може да се забележи и од самиот наслов, во предложената тема за изработка на дисертацијата “Портфолио менаџментот кај институционалните инвеститори во Република Македонија како предуслов за нивно успешно функционирање”, вниманието ќе биде фокусирано на компонентата – улогата на управувањето со портфолио на хартии од вредност кај институционалните инвеститори во нашата земја. Исто така, ќе се обработат техниките на вреднување на хартиите од вредност, како составен дел од портфолио менаџментот кај институционалните инвеститори во градењето на инвестиционото портфолио. Токму проблемот на вреднувањето на хартиите од вредност се јавува како проблем во интеграцијата на одделните аспекти на оценката на инвестиционите портфолија. Од друга страна согледувањето на карактеристиките на конкретниот инвеститор, степенот на ризик кој го превзема, рокот на инвестирањето итн., претставуваат

прашања на кои што треба да одговорат и поставените цели на овој труд. Авторот во овој труд ќе се обиде да укаже на *важноста на портфолио менаџментот за институционалните инвеститори, притоа користејќи ја анализата на теоријата од оваа област, светските искуства и практиката во Република Македонија, што претставува всушност и цел на оваа дисертација.* Покрај ова, се разбира дека не се исклучува и можноста за делумно опфаќање на некои од останатите компоненти на анализата, но тоа ќе биде во рамките на потребите за поуспешно остварување на поставената основна цел.

Високите скокови на цените на акциите на Македонската берза го свртеа вниманието на јавноста на присуството и функционирањето на новата институција на пазарот на капитал во земјата. Од друга страна, пак, и падот на акциите во 2008 година повлече едно сериозно прашање а тоа е дали правилно се проценети овие хартии од вредност и колкав ризик носи инвестирањето. Така, портфолио менаџментот почна да зазема значајно место во економската реалност во Македонија. Појавата на првата група на инвестициони советници, во чија обука главен акцент беше ставено на портфолиото менаџментот, несомнено придонесе во развојот на стручниот кадар кој е поврзан со пазарот на капитал. Во исто време, појавата на повеќе инвестициони фондови (отворени, приватни), пред се, на иницијатива на веќе постоечки фондови кои имаат повеќегодишно искуство од Словенија, Хрватска и Бугарија, но и домашни, наметна еден посебен пристап кон управувањето со портфолиото на хартии од вредност и се повеќе зазема место во нашата држава. Исто така, од неодамна, пензиските фондови за првпат се појавија кај нас како нова институција на пазарот на капитал.

Секако дека странските искуства во оваа област се од големо значење, па затоа компаративна анализа ќе биде направена во трудот со цел да се доближат странските повеќегодишни искуства до нашите во областа на портфолио менаџментот и неговата улога во растот и развојот пред се на институционалните инвеститори кои се пак од витално значење за развојот на пазарот на капитал во нашата земја.

Содржината на трудот ќе биде структурирана во вовед, пет глави, заклучни согледувања и литература.

Во *првата глава* ќе се образложат поимот, примената и потребата од портфолио менаџментот во донесувањето на инвестициските одлуки, пред сè на институционалните инвеститори, како и неговото витално значење во развојот на пазарот на капитал. Исто така, во посебни точки ќе биде даден осврт на акциите, обврзниците и финансиските деривати како директни претставници на финансиските инструменти кои го сочинуваат портфолиото на институционалните инвеститори. Покрај хартиите од вредност, ќе се споменат и алтернативните инвестиции во продолжение на оваа глава од трудот. Недвижностите, благородните метали и останатите алтернативни извори на инвестирање ќе бидат обработени заедно со нивните основи карактеристики но и нивната улога на диверзификатори на портфолиото на институционалните инвеститори.

Од друга страна, во посебни точки ќе се презентираат фундаменталната и техничката анализа односно техниките на овие анализи, показателите, детерминантите, при структурирањето на инвестициското портфолио. Исто така, ќе бидат опфатени предностите и слабостите на овие анализи со цел да се добие една комплетна слика за структурирањето на портфолиото со помош на овие две техники, што претставува заокружување на оваа проблематика во овој дел од трудот. Крајот на ова поглавје го сочинуваат двете најголеми дилеми во областа на финансиите и инвестициите, а тоа се ризиците и приносите од инвестирање.

Во теоријата постојано се бараат нови концепти, пристапи, во функција на ефикасноста на портфолио менаџментот. Истражувањето на различните концепти (теории, модели) во областа на финансиите односно инвестициите ќе се заокружи во *втората глава* на трудот. Настанувањето на модерната портфолио теорија заокружува настапување на нова ера во финансиската теорија, а воедно и во инвестиционата теорија и пракса. Врз фундаменталните принципи на оваа теорија во подоцнежниот период се развиваат и други концепти и тоа: теорија на пазарот на капитал, моделот за вреднување на капиталните средства (CAPM) и теоријата на арбитражно вреднување (APT).

Во *третата глава* подетално ќе се образложи процесот наречен портфолио менаџмент. Детално ќе се разгледаат етапите на процесот на портфолио менаџментот согласно со теоретските и практичните достигнувања во оваа област. Ова поглавје ќе се заокружи со елементите или главните фактори на портфолио

менаџментот кај институционалните инвеститори и тоа: целите поврзани со ризикот, целите поврзани со приносот, потребите за ликвидност, временскиот хоризонт, законските и регулаторните фактори и даночните обврски.

Во *четвртата глава* ќе биде даден осврт на институционалните инвеститори, односно нивните основни карактеристики (поим, видови, развој итн.). Управувањето со портфолиото на институционалните инвеститори, односно видовите на портфолија и нивната структура, ќе биде детално образложено. Во последната, *петта глава* од трудот ќе се анализира состојбата со примената на портфолио менаџментот на институционалните инвеститори во нашата земја. Ќе се разгледаат состојбите на полето на примената на техниките на портфолио менаџментот на институционалните инвеститори на Балканот, пред сè во Хрватска и Словенија. Од друга страна, ќе биде направена една компаративна анализа помеѓу странските институционални инвеститори и нивното управување со портфолијата на хартии од вредност, со младите и не доволно развиени институционални инвеститори во Република Македонија.

Како што веќе беше споменато, во трудот ќе се направи обид да се систематизираат и образложат досега познатите постапки и техники за вреднување и анализа на портфолиото на институционалните инвеститори. За таа цел, ќе биде користена современа литература од авторите кои го трасираат патот на таквиот пристап на анализата. Исто така, во делот посветен на практичното утврдување на некои од позначајните параметри во случајот на Македонија, ќе се користат примарни извори на податоци од соодветни статистички извештаи (месечни и годишни билтени на Македонска Берза АД Скопје, информации од Централниот Депозитар за хартии од вредност, извори од Комисијата за хартии од вредност, Републички Завод за статистика итн.). Исто така ќе се изврши самостојно прибирање на податоци, пред сè, од Хрватска и Словенија кои се предмет на компаративна анализа во трудот (податоци од берзите, комисиите за хартии од вредност, агенциите за супервизија во осигурувањето, заводите за статистика и сл.) со цел да се комплетира информационата база за споменатите проценки.

Од методолошките инструменти на економската наука, во истражувањето ќе се користат методите на *индукција* и *дедукција*. Со помош на *методот на индукција* ќе се изврши проучување на постоечките техники и методи за вреднување и

анализа на портфолијата на институционалните инвеститори, како и нивно систематизирање и извлекување на соодветни заклучоци во поглед на прифатливоста за практична употреба и релевантноста за нашите услови. *Методот на дедукција*, пак, ќе се употреби при практичната примена на овие техники во случајот на Република Македонија, при што ќе е неопходно да се употребат најсоодветните решенија за одделните видови портфолија на институционалните инвеститори кои се предмет на вреднување и анализа. *Квантитативните методи* ќе се користат, исто така, при практичното аплицирање на техниките за анализа и вреднување на портфолијата на институционалните инвеститори во случајот на Македонија. *Квалитативните методи* пак, ќе се употребат при практичното согледување на дефинираниот проблем преку интервјуа со портфолио менаџери на македонски и странски инвестициони фондови. За согледувањето на промените на појавите кои се предмет на истражување ќе се користат и *историскиот и компаративниот метод*, кои овозможуваат согледување на карактерот на низа појави од оваа област, правење критички осврт и кои ќе дадат препораки за идниот развој на ваквиот тип на вложувања кај нас.

ГЛАВА 1

Портфолио менаџмент – поим, примена и елементи

1.1 Поим и примена на портфолио менаџментот

Поимот портфолио потекнува од францускиот збор “portfeuille” што во превод значи паричник. Портфолио во смисол на хартии од вредност подразбира збир од најразлични видови на хартии од вредност кој го поседува одреден инвеститор. Терминот портфолио менаџмент во слободен превод, подразбира управување со хартиите од вредност кои го сочинуваат портфолиото. Изборот на хартиите од вредност кои ќе го сочинуваат идното портфолио е најважен момент во процесот наречен портфолио менаџмент.

При конципирањето на своето портфолио, портфолио менаџерите, односно инвеститорите, донесуваат одлука за алокација на имотот кој ќе биде инвестиран и одлука за избор на соодветните хартии од вредност. Кога зборуваме за алокација на имотот, се мисли на распределба на вложениот капитал во разни форми, како пари, недвижен имот, хартии од вредност и сл. Изборот на хартиите од вредност кои ќе се вклучат во портфолиото на инвеститорот се прави врз основа на двата битни елементи иманентни на нив: ризикот и приносот.

Треба да се прави разлика помеѓу портфолиото на институционалните инвеститори и портфолиото на индивидуалните инвеститори. Секогаш поголемиот обем на портфолиото не е предност, туку тоа исто така е подложно на поголем ризик. Колку инвестицијата е поголема толку и ризикот е поголем, односно поголемата можна добивка го носи поголемиот ризик за загуба со себе. Колку портфолиото е поголемо, толку и можноста за поголема добивка, но и за поголема загуба од друга страна.

Портфолио менаџментот претставува управување со инвестициите во хартии од вредност, каде што управувањето може да биде во различни форми,

прилагодено за индивидуалните и институционалните инвеститори¹. Некои инвеститори сами управуваат со портфолиото, потпирајќи се на сопствените знаења и искуства, додека пак, поголемиот дел од инвеститорите, ангажира менаџери кои се занимаваат со управување и водење на портфолиото од хартии од вредност.

Да се поседува “успешно” портфолио, треба да се премине преку голем број на препреки, меѓу кои, изборот и купувањето на “добитни” хартии од вредност. Штом ќе се оформи портфолиото, тоа треба континуирано да се прати и по потреба да се ревидира со цел да се осигура исполнувањето на поставените инвестициони цели. Погрешно избрана инвестиција, може да произведе лоши резултати и тоа е една од причините што многу инвеститори се обраќаат до инвестициските компании, каде што работат професионални портфолио менаџери, кои понатаму ќе управуваат со нивните инвестиции. Овие инвестициони компании, во име и за сметка на инвеститорите вложуваат во широк спектар од различни хартии од вредност.

Инвеститорот не е заинтересиран за ризикот и приносот на еден финансиски инструмент, туку за перформансот на портфолиото кое го сочинуваат повеќе финансиски инструменти, бидејќи тој обично вложува во портфолио т.е збир од финансиски инструменти од најразлични видови и карактеристики². Факт е дека чувањето на еден финансиски инструмент кои носи највисок очекуван принос е најидеално решение за инвеститорот, но од друга страна, трансакциските трошоци за чувањето на еден финансиски инструмент, но и мал број од нив, го смалуваат приносот, а уште побитно е дека во една таква ситуација, концентрацијата на ризик е многу висока, и со тоа инвеститорот е изложен а огромен ризик и неочекувана загуба.

Конструирањето на портфолио од финансиски инструменти го менува начинот на изразување на зависноста од ризикот и приносот. Приносот на еден финансиски инструмент е компензиран со ризикот на целокупното портфолио и не изразува веќе само изолиран ризик. Со правењето на портфолиото, се постигнува

¹ Чурчиќ, У и Барјактаровиќ, М: “Банкарски портфолио менаџмент” – Факултет за трговија и банкарство, Јаничје и Даница Кариќ, Белград, 2008 година.

² Исто

диверзификација на вложувањето, која што води кон намалување на ризикот од вложување. Во основа, диверзификацијата е комбинација од два или повеќе инструменти, каде што приносот се движи во различна насока, така што, поединечните приноси го компензираат “држењето” на портфолиото. Ризикот на портфолиото е помал од ризикот на секој поединечен финансиски инструмент кој што се наоѓа во портфолиото, земен поединечно. Користа од диверзификацијата е во тоа што таа го намалува вкупниот обем на ризик на кој што е изложен инвеститорот.

Перформансите на портфолиото зависат од изборот на хартиите од вредност кои влегуваат во нивен состав. Барањето потценети акции, забележувањето на оние со низок коефициент на корелација, успешното проценување на ценовните движења, настанувањето на ценовни промени и заштитата од такви неочекувани промени спаѓаат во фундаменталните способности на портфолио менаџерот. Од тоа зависи и нивната ефикасност и перформансите на инвестиционите компании со кои што управуваат. Начинот со кој се зголемува стапката на принос и се минимизира ризикот при управувањето со портфолиото “лежи” и во трансакциите со дериватните хартии од вредност, односно финансиските деривати. Финансиските деривати им овозможуваат на нивните емитенти (издавачи) и на инвеститорите, релативно ефтин начин на намалување на ризикот и контрола на значајните деловни ризици. Со нив може успешно да се контролира ризикот од промена на каматните стапки, ризикот од промената на цените на хартиите од вредност или ризикот од промена на девизниот курс. Дериватните пазари за разлика од промптните, можат да понудат и поголема брзина на реализација на трансакциите, ниски трансакциски трошоци и поголема ликвидност. Суштината на една ефикасна функција на портфолио менаџментот на финансиските пазари се наоѓа всушност во амбицијата на инвеститорот и неговата желба за поуспешна алокација на своите слободни средства. Од друга страна, амбицијата на емитентот на хартиите од вредност е што поефтино да присобере потребни средства и на тој начин да овозможи поефикасно деловно работење за себе.

1.2 Елементи на инвестиционото портфолио

Хартиите од вредност претставуваат најзначајна група финансиски инструменти со кои се тргува на финансиските пазари. Настанале уште во средниот век, а нивниот забрзан развој е поврзан со индустриската револуција. Настанокот на модерните хартии од вредност се врзува со Италија, Шпанија и Франција, меѓутоа најголем придонес за распространувањето на хартиите од вредност во економијата даваат Соединетите Американски Држави. За изградба на големи проекти како што се: железница, ПТТ сообраќај и електроенергетски објекти, користени се средства добиени од емисии на акции и обврзници.

Хартиите од вредност можат да се дефинираат како пишани документи или исправи кои на своите иматели даваат одредени права. Според повеќе закони со кои се регулираат пазарите на хартии од вредност, хартиите од вредност се преносливи електронски документи со кои се тргува на финансиските пазари и од кои за законските иматели произлегуваат права и обврски во согласност со законот и одлуката на издавачите за нивното издавање.

Хартиите од вредност се предмет на долгогодишно анализирање кај различни автори и менаџери кои ја истражуваат комплексноста на вложувањето во хартии од вредност и настојуваат да ја пронајдат вистинската формула за тоа. Единствена формула не постои, меѓутоа видовите на вреднување на хартиите од вредност, нивната класификација, одредувањето на карактеристиките на одделни хартии од вредност и сл., помагаат и водат кон инвестирање кое ќе биде приближно еднакво на желбата на инвеститорот.

Хартиите од вредност ќе бидат опфатени во трудот бидејќи тие претставуваат основни елементи на портфолијата односно на портфолио менаџментот и со своите карактеристики влијаат на портфолијата и нивното управување. Одземањето или додавањето на хартиите од вредност во портфолиото кај одреден инвеститор се врши во согласност со неговата стратегија, инвестициска политика или план. Купувањето на нови хартии од вредност или продавањето на веќе постоечки хартии од вредност се врши врз база на проценка на инвеститорот

или портфолио менаџерот, а во согласност со ризикот кој се превзема односно посакуваниот принос.

1.2.1 Акциите како инвестиционен инструмент на портфолиото

Акцијата е хартија од вредност која ја издава акционерското друштво со одредена номинална вредност која претставува дел од неговиот основачки капитал. Со купувањето на акциите, акционерот станува сосопственик на акционерското друштво. Акцијата е сопственички финансиски инструмент затоа што одржува сопственички однос, односно одржува дел на сопственост над акционерското друштво. Влогот на акционерите влегува во имотот на друштвото и акционерот не може слободно да располага со својот влог, туку со своите акции. Акциите се слободно преносливи, освен во случај на постоење на одредени законски или статутарни ограничувања.

Со продажбата на акциите, акционерското друштво се стекнува со сопственички капитал кој претставува траен извор на финансирање на друштвото. Тие се емитуваат и поради зголемување на капиталот на акционерското друштво. Акцијата трае неограничено и е поврзана со судбината на друштвото. Таа дава можност на сопственикот да учествува во распределбата на добивката, како и да сноси ризик од работењето на друштвото до износот на вложениот капитал, односно до износот на номиналната вредност на акциите кој ги поседува.

1.2.1.1 Обични акции

Обичните (редовни) акции се пишани исправи за трајно вложените средства во основачкиот капитал на акционерското друштво. Тие означуваат сопственост над делот на акционерското друштво и се издаваат со формирањето на акционерското друштво. Сопствениците на овие акции снесат директен ризик од работењето на акционерското друштво. Доколку друштвото со своето успешно работење оствари добивка, сопствениците на овие акции имаат право на дивиденда, како учество во остварената добивка.

Обичните акции им обезбедуваат на сопствениците следни права: 1) право на управување и контрола, 2) право на дел од добивката на акционерското друштво

(дивиденда), 3) право на предност во купување на акции, 4) право на преглед на финансиските извештаи и акционерската книга, 5) право на дел од ликвидационата маса и 6) право на пренос на акциите.

1.2.1.2 Приоритетни акции

Приоритетните акции даваат право на првенство при исплата на дивиденда во однос на обичните акции, при распределбата на ликвидационата маса и другите права утврдени со законот и статутот со кои што на своите сопственици им даваат привилегирана положба во однос на сопствениците на обични акции. Приоритетните акции им даваат право на дивиденда на своите сопственици според однапред утврден износ или во процент од номиналниот износ на акциите. Ова значи дека приоритетните акции носат принос во висина на фиксна дивиденда која е однапред определена, за разлика од обичните акции кои носат променлива дивиденда во зависност од големината на остварената нето добивка. Приоритетните акции даваат, исто така, предност и при исплата на делот од ликвидационата маса, но само во однос на сопствениците на обични акции, а не и во однос на побарувачите или побарувањата на сопствениците на обврзници.

Приоритетните акции можат да бидат: 1) кумулативни, 2) партиципативни и 3) партиципативно-кумулативни.

Кумулативните акции даваат приоритетно право на исплата на сите неисплатени дивиденди во однос на имателите на обични акции, а во согласност со одлуката за издавање на акции, и исплата било каква дивиденда. Со други зборови, овие акции на своите сопственици им обезбедуваат право на исплата на заостанати дивиденди од идната нето добивка во случај кога акционерското друштво во некои години не исплатува дивиденда поради некои причини.

Партиципативните акции на своите сопственици им даваат право да покрај фиксна, наплатат и дел на променлива дивиденда. На овој начин, нивните сопственици учествуваат во распределбата на преостанатиот дел од нето добивката, иако веќе оствариле право на утврдена фиксна дивиденда.

Партиципативно-кумулативни акции се мешовити акции кои ретко се емитуваат.

1.2.1.3 Вредност на акциите

Нивото на цените на акциите на пазарот на капитал зборува за перспективата на акционерското друштво. Постојат три облици на вредност: а) номинална вредност на акциите, б) книговодствена вредност, и в) пазарна цена.

Номиналната вредност на акциите слободно се утврдува при првото емитување и се впишува на акциите. По таа вредност акциите се регистрираат и во книговодството на акционерското друштво. Номиналните износи на акциите на едно акционерско друштво не мора да бидат еднакви, иако тоа е најчест случај, а поради олеснувања со управувањето на акционерското друштво. Номиналниот износ на акциите не може да биде помал од износот кој е законски пропишан, додека максимални износи со закон не се пропишани. Вкупната номинална вредност на емитованите акции се добива со множење на бројот на емитовани акции и номиналната вредност на една акција. Збирот од сите номинални вредности на акциите го сочинува основачкиот капитал на акционерското друштво.

Книговодствена вредност на акциите се добива со делење на вкупните книговодствени вредности на акционерскиот капитал (вкупно капитал и резерви) со бројот на емитовани акции. За разлика од обврзниците кај кои номиналната вредност е еднаква на нивната книговодствена цена, кај акциите тоа не е случај.

Пазарна цена на акциите претставува цената по која тие се продаваат на секундарниот пазар. Тоа е и најважниот тип на цени на акциите. Таа се формира на секундарниот пазар на акции преку односот на понудата и побарувачката. Оваа цена се одредува на база на цената по која се обавува продажбата и купувањето на акциите на пазарот. Цените на акциите се подложни на чести промени, а на нивното ниво влијаат голем број фактори.

1.2.2 Обврзниците како инвестиционен инструмент на портфолиото

Обврзницата е хартија од вредност со одредена номинална вредност и со која нејзиниот издавач се обврзува на лицето означено на обврзницата или на лице по негова наредба, односно на носителот на обврзницата да му го исплати износот

кој е наведен во обврзницата, на точно утврден ден кој што е наведен претходно, односно дека ќе го исплати износот на ануитетскиот купон. Со други зборови, обврзницата е финансиски инструмент со кој издавачот се обврзува дека на рокот на достасување ќе му го плати на купувачот позајмениот износ со камата.

Обврзницата содржи најмалку два елемента: фиксен датум, кога позајмената сума мора да се врати (рок на достасување) и договорениот износ на камата. Според рокот на достасување, обврзниците можат да бидат краткорочни (до една година) и долгорочни (над една година). На некои финансиски пазари, обврзницата со рок на достасување до една година е позната и како запис. Со краткорочните обврзници се тргува на пазарот на пари, а со долгорочните кои воедно се и предмет на анализа на авторот во овој труд, се тргува на пазарите на капитал. Ако обврзницата се исплаќа во повеќе износи (ануитетски), тогаш таа се состои од два дела, од кои првиот дел (кој обично се нарекува обврзница) ги содржи сите битни елементи на обврзницата, а вториот дел е познат како талон, кој во зависност од начинот на плаќање на главницата се состои од ануитетски и каматни купони.

Ризиците со кои се соочуваат инвеститорите во обврзниците се: ризик од промена на каматните стапки, ризик од промени во кривата на принос, ризик од предвремена отплата на обврзницата, ризикот од реинвестирање, кредитниот ризик, ризикот на ликвидност, ризик од промени во вредноста на валутата во која гласи обврзницата, ризик од инфлација и ризик од неочекуван настан.³

Ризик од промена на каматните стапки е ризик кој произлегува од промената на пазарните каматни стапки. Треба да се напомене дека релацијата помеѓу каматните стапки и цената на обврзницата е инверзна, односно при зголемување на пазарните каматните стапки цената на обврзницата се намалува и обратно при намалување на каматните стапки цената на обврзницата се зголемува.

Ризикот од промени во кривата на принос е поврзан со промените во приносите на обврзниците со различни датуми на достасување. Имено, различни обврзници имаат различна каматна изложеност, што зависи од промените во кривата на принос и од претпоставките за пазарните каматни стапки во иднина.

1. М. Васиљевиќ, *“Привредна друштва”*, Београд стр.169

Ризикот од реинвестирање произлегува од можноста наплатениот износ од купоните или делот од главнината повторно да се инвестира, но по намалена каматна стапка.

Кредитниот ризик кој настанува при инвестирање во обврзници е поврзан со наплатата на главнината на обврзницата, ризикот од намалување на цената на обврзницата во однос на обврзници со слични карактеристики и ризикот од намалување на рејтингот на издавачот на обврзницата.

Ризикот на ликвидност се појавува кога инвеститорот посакува да ја продаде обврзницата пред нејзиното достасување, а при тоа моменталната пазарна цена се разликува од вистинската (фер) цена на обврзницата при што инвеститорот за своите ликвидносни потреби е принуден да се откаже од дел од приносот.

Ризик од промени во вредноста на валутата во која гласи обврзницата е ризик поврзан со апрецијацијата односно депрецијацијата на валутата во која гласи обврзницата.

Ризикот од инфлација односно од промената на куповната моќ на парите е поврзан со промената во куповната моќ на парите во кои се наплаќа каматата односно главнината на обврзницата.

Ризик од неочекуван настан е ризик кој произлегува од определени настани кои се поврзани со природни катастрофи, превземање или реструктурирање на издавачот на обврзницата, промени во регулаторната рамка и политичкиот фактор како ризик.

1.2.2.1 Видови обврзници

Постојат повеќе различни критериуми за поделбата на обврзниците. Една поделба на обврзниците може да се изврши според емитентот. Според овој критериум обврзниците можат да се поделат на а) државни обврзници, б) обврзници на единиците на локалната самоуправа (општински обврзници) и в) корпоративни обврзници.

Државните долгорочни обврзници се историски гледано први финансиски инструменти. Нивната појава датира уште од средниот век, кога биле и најчесто емитувани поради собирање на средства за наплата на високите државни трошоци,

кои биле причинети најчесто од водењето на војни⁴. На внатрешните финансиски пазари, овие инструменти се сметаат за најквалитетни хартии од вредност на пазарот на капитал. Државата емитира државни обврзници со цел да се финансира дефицитот на буџетот односно поради обезбедување на средства за неинфлаторно финансирање на долгорочните издатоци во реализација на државните функции односно инфраструктурни проекти.

Обврзници на локалната самоуправа (општинските обврзници) емитираат единиците на локалната самоуправа со цел финансирање на капитални проекти или за финансирање на буџетскиот дефицит на долг рок. Приносот од овие обврзници е најчесто ослободен од даноци, па поради тоа тие имаат широк круг на инвеститори. Во нашата држава се уште нема пример на општинска обврзница иако тоа е веќе случај со некои од земјите на поранешна Југославија и од нашето опкружување.

Корпоративните обврзници се долгорочни обврзници кои се емитираат од страна на трговските друштва, а со цел прибирање на средства за капитални вложувања. Трговските друштва можат да имаат различни извори на финансирање. Еден од начините на финансирање е финансирање со долг т.е емитирање на долгорочни инструменти на долг – обврзници. Финансирањето по пат на долг за трговското друштво претставува еден вид на кредитен однос. Во Република Македонија, постојат два примери на издавање на корпоративна обврзница и тоа од страна на две банки: Прокредит банка и Тутунска банка.

Со иновациите на финансиските пазари во светот последните години, креиран е голем број на нови инструменти. Така настанаа: а) дисконтираните обврзници, б) обврзниците со променлива каматна стапка, в) обврзниците со одложено плаќање на камата и г) приходните обврзници.

Дисконтираните обврзници или обврзниците со нулти купон се купуваат по цена пониска од номиналната, а кога обврзницата ќе доспее, на сопственикот му се исплаќа износот на номиналната вредност. Оваа разлика во цена претставува камата кај овој тип на обврзници.

⁴ Исто, стр.74

Обврзниците со променлива каматна стапка настанале поради тоа што во земјите со висока стапка на инфлација било нерационално да постојат обврзници со фиксна каматна стапка. Кај овие обврзници номиналната каматна стапка повремено се менува во зависност од утвдениот финансиски индекс (на пр. стапката на инфлација) или некој друг индекс (на пр. цена на одредена стока и сл.)

Кај *обврзниците со одложено плаќање на камата*, каматата се плаќа во неодреден рок или се плаќа со други обврзници.

Приходните обврзници се поврзани со работењето и приходот на емитентот. Нивната камата се наплатува во зависност од приходот на емитентот и тоа обично во случај кога тој ќе премине одреден минимален износ. Овие обврзници настанале поради тоа што компаниите имале проблем со плаќањето на камата, па со помош на овие обврзници им се олеснува положбата во такви ситуации. Овие обврзници им овозможуваат на фирмите голема флексибилност во финансиската политика. Тие имаат некои сличности со приоритетните акции, особено ако содржат одредби за кумулативна исплата на камата, која се акумулира во подолг временски период.

1.2.3 Финансиските деривати како инвестиционен инструмент на портфолиото

На таканаречениот термински пазар, се тргува со изведени хартии од вредност, па така развојот на овој пазар е тесно поврзан со развојот на терминските финансиски активности. Изведените хартии од вредност односно финансиските деривати претставуваат значајна група на финансиски инструменти кои се развиле во последните децении на изминатиот век. Овие финансиски инструменти го добиле својот назив по тоа што нивната вредност се изведува од вредноста на некоја друга основна актива која што се наоѓа во нивната основа. Според повеќето закони кои го регулираат овој тип на финансиски инструменти, станува збор за финансиски инструменти кои претставуваат стандардизирани договорни односи на две или повеќе страни кај кои реализацијата на стандардизираните договорни обврски зависи од исполнувањето на претходно договорените услови. Предмет на договор можат да бидат: акции, каматни стапки, странски валути, одредени видови стоки, берзански индекси итн.

Изведените хартии од вредност, за разлика од основните хартии од вредност не одразуваат ниту еден од двата основни односи-должнички или сопственички, туку тие се еден вид на контингентни права на друг облик на финансиски активи – акции, обврзници, каматни стапки, девизен курс итн. Нивната појава се врзува со желбата за развојот на финансиски инструменти кои најповеќе ќе одговараат во борбата против финансиските ризици.

Со терминскиот договор се регулираат активности, кои се заклучуваат сега, а се остваруваат во иднина. Со овие договори купувачот и продавачот се договараат за идниот датум на испорака, цената која ќе биде платена на тој датум, количината и квалитетот на стоката. При склучување на овој договор купувачот и продавачот оставаат депозит кој најчесто е во висина од 10% од склучениот договор. Договорната страна која ќе отстапи од овој договор го губи својот депозит. Купувачот и продавачот можат своето место односно позиција да ја продадат на друго лице, а тоа може да се изврши преку брокер или преку посебни термиски берзи. Терминските договори начесто се тргуваат кога се во прашање земјоделски производи.

Најкористени финансиски деривати се *фјучерс* договорите и *опциите*. *Фјучерс* договор, подразбира постоење на согласност околу активата (стоката), цената, идната испорака и плаќањето. Со овој договор, купувачот и продавачот ја договараат купопродажбата по однапред договорена цена, но не се врши плаќање се до моментот кога стоката не биде испорачана во иднина. Со овој договор се дефинираат и условите на испораката и потоа се врши исплатата.

Опцијата претставува изведена хартија од вредност која по својата суштина претставува одредено право. Таа на својот сопственик му дава право да купи или продаде одредена финансиска актива по однапред утврдена (фиксна) цена и во одреден период. Односите помеѓу купувачот и продавачот се регулираат со посебен опциски договор. Продавачот на опцијата, или нејзиниот емитент има обврска да направи тоа што од него ќе побара купувачот на опцијата, значи да продаде или купи одредена актива во одреден временски период и по одредена цена. Опцискиот договор е вид на непотполен договор, затоа што купувачот на

опцијата има право – да купи или продаде одредена актива, но не и обврска да го направи тоа. Во ова се состои и основната разлика помеѓу фјучерсите и опциите.

Освен овие, во овој вид на инструменти можат да се вбројат и некои други инструменти со кои се пренесува ризикот при промена на каматни стапки и посебно *свопови, договори за каматни свопови и варанти*.

Своповите се договори со кои се врши размена на плаќањата на каматите на финансиските инструменти кои инвеститорите и договарачите ги поседуваат. Самиот термин своп означува замена. Постојат во основа два вида на свопови: а) каматни свопови и б) валутни свопови.

Во последно време се креирани и некои нови, изведени облици на финансиски деривати кои по својата природа уште повеќе се оддалечени од основните финансиски инструменти а кои го чинат терминскиот пазар разновиден.

Дериватите како фјучерсите, форвардите и опциите можат да бидат многу корисни алатки во секое портфолио. Тие се користат со цел да се редуцира ризикот на портфолиото, да се диверзифицираат позициите на портфолиото, да се хеџира (штити) портфолиото од најразлични видови на ризици и да се подобри приносот на портфолиото. Финансиските деривати се флексибилни инструменти кои им обезбедуваат можност на инвеститорите да бидат “покреативни” во нивните инвестиции односно структурирањето на портфолиото.

Сите претставници на институционалните инвеститори, а пред сè, банките, сè повеќе го гледаат управувањето со ризиците како главна карактеристика на својата дејност. Ова во голем дел се должи на финансиските иновации и генералниот процес на глобализација на индустријата за финансиски услуги. Како резултат на постојана промена на банкарското опкружување и банкарските активности, се доаѓа до огромен пораст на вонбилансното работење на банките. Тоа пак, се должи на се поголемата употреба на финансиски деривати и инструменти на хеџингот, како и на механизмите за обезбедување на дополнителен капитал кој треба да биде подржан понатаму од кредитните активности на банките. Имено, секој кредит кој што го одобрува банката содржи бројни и различни компоненти на ризик кои што банката ги зема во предвид и настојува да ги елиминира, трансферира или ублажи, гледајќи ги поединечно секој од овие ризици. Во оваа смисла, денес на банките им се дадени на располагање бројни дериватни

инструменти за заштита од ризик на каматните стапки, девизниот курс, цената на финансиските средства итн.

Бројните финансиски иновации во текот на последните дваесет години допринесоа за креирање на цел спектар од нови инструменти и техники на хедџинг и шпекулирање во делот на каматните стапки и девизните курсеви. Новите инструменти им помогнаа на дилерите подобро да управуваат со своите билансни позиции и им овозможија многу комерцијални и финансиски трансакции да се склучуваат по однапред познати трошоци или приходи во согласност со очекуваните парични текови.

Финансиските деривати се многу ефикасни во редуцирањето на ризикот бидејќи на финансиските институции им овозможуваат хедџирање т.е впуштање во финансиски трансакции кои го намалуваат или елиминираат ризикот. Кога некоја финансиска институција купи некое средство, тогаш се вели дека таа има завземено долга (long) позиција, која што ја изложува на ризик доколку приносите на тоа средство не се познати. Од друга страна, доколку таа финансиска институција продала некое средство и договорила да го испорача на другата страна на одреден датум, тогаш се вели дека таа има завземено кратка (short) позиција, што исто така може да ја изложи на ризик. Дериватите се користат и за смалување на ризикот врз основа на следните принципи на хедџирање: елиминирање на ризик, кој подразбира впуштање во финансиска трансакција чија што долга позиција се елиминира на основа на дополнителна кратка позиција или кратката позиција се елиминира со дополнителна долга позиција. Со други зборови, доколку финансиската институција купила некоја хартија од вредност и со самото тоа завзела долга позиција, таа обезбедува хедџирање со тоа што договара продажба на таа хартија од вредност во некој иден период. Спротивно на ова, доколку продала некоја хартија од вредност и завземала кратка позиција, хедџирањето се прави со договор за купување на таа хартија од вредност во некој иден период.

1.2.4 Алтернативни инвестиции како елемент од портфолиото

Алтернативните инвестиции се состојат од група на инвестиции кои имаат различни карактеристики за ризикот и приносот од стандардните инвестиции во акции и обврзници. Заедничките карактеристики на алтернативните инвестиции вклучуваат:

- Релативна ликвидност, која претендира да биде поврзана со приносот преку премијата како компензација
- Потенцијал за диверзификација кај портфолиото со акции или обврзници
- Големи трошоци за длабинска анализа (due diligence) од следните причини: комплексност на инвестиционите стратегии, вреднување на средствата, останати експертизи.
- Необично тешко оценување на перформансите поради комплексноста на воспоставување валидни критериуми.

Многу професионални инвеститори веруваат дека пазарите на алтернативни инвестиции се помалку ефикасни од аспект на информациите отколку светските пазари каде се тргуваат акции и обврзници и нудат голем опсег на додатни вредности преку разни видови на вештини и чувствителни информации.

Историски гледано, недвижностите, приватниот капитал (односно интересите за сопственост кај компаниите со кои не се тргува на пазарите на капитал) и добрата (земјоделски продукти, метали и нафта) се третираат како примарни алтернативни инвестиции во однос на акциите и обврзниците. Сепак, во поново време, дополнителните инвестиции – приватните фондови и управуваните фјучерси (кои се предмет на минимална регулатива и ограничувања во инвестирањето) се сметаат како модерни алтернативни инвестиции не само во споредба со традиционалните инвестиции, туку и во споредба со традиционалните алтернативни инвестиции.

Модерните алтернативни инвестиции се повеќе слични со инвестирањето или стратегијата на тргување отколку со класите на средства. Приказот 1.1 ги прикажува алтернативните инвестиции групирани во согласност со овие дистинкции или поделби.

Приказ 1.1 Алтернативни и традиционални инвестиции



Извор: Maginn J.L., Tuttle D.L., McLeavey D.W., and Pinto J.E.: “Managing Investment Portfolios”, 3rd edition, John Wiley & Sons, 2007, стр.479.

Покрај традиционалните или модерните поделби, алтернативните инвестиции се групираат во три групи од гледна точка на примарната улога која ја имаат во нивните портфолија:

- Инвестиции кои примарно обезбедуваат изложеност на ризичните фактори кои не се лесно достапни преку традиционалните инвестиции во акции и обврзници (недвижностите и продуктите)
- Инвестиции кои примарно обезбедуваат изложеност на специјализирани инвестициони стратегии управувани од надворешен менаџер (приватни фондови и управувани фјучерси)
- Инвестиции со комбинирани карактеристики од претходните две групи.

Интересот за инвестирање во алтернативни инвестиции од страна на институционалните инвеститори се појави откако тие се соочија со “мечкин пазар” во почетокот на дваесет и првиот век. Тогаш инвестирањето во традиционални инвестиции, како акции и обврзници беше оценето како инвестирање кое носи релативно низок принос. Очекуваните приноси за акциите беа поставени на многу високо ниво, па по падот на индексите на пазарите на капитал, тие приноси не се

остварија, што секако беше аларм за институционалните инвеститори да бараат начин да инвестираат во алтернативни инвестиции. Најпогодени беа оние пензиски фондови кои што беа ориентирани на акции, кои не само со падот на вредноста на акциите, туку и со падот на каматните стапки имаа проблем со зголемување на вредноста на нивните обврски и се соочија со повеќе притисоци.

Ова искуство беше пример за останатите институционални инвеститори да анализираат и алтернативни инвестиции, пред се, недвижности и со тоа да го намалат нивото на ризик. Овој тренд го наметна и прашањето за нивниот капацитет – односно согласно пазарните услови, колкава е способноста на портфолио менаџерите да управуваат со повеќе средства, односно диверзифицирани портфолија кои содржат алтернативни инвестиции⁵.

Главните инвеститори кои инвестираа во алтернативни инвестиции беа секако институционалните инвеститори, иако банките и осигурителните компании се соочија со одредени регулативи кои не им дозволуваа широк спектар на инвестирање во алтернативни инвестиции, и имаа голем број на ограничувања. Покрај институционалните инвеститори, листата ја прошируваат и индивидуалните инвеститори кои беа се уште пионери во инвестирањето, како и индивидуалци кои парите ги вложуваа во приватните инвестициони фондови.

Потенцијалните бенефити од диверзификација на ризикот кај алтернативните инвестиции се различно посакувани од различните видови на инвеститори. Можноста за зајакнување на приносите во портфолиото, исто така претставува фактор кој едноставно ги принудува инвеститорите да размислуваат за алтернативни инвестиции. Ликвидноста, од друга страна, претставува ограничувачки фактор, пред сè, во големината на алокацијата на средствата кај алтернативните инвестиции, а пред сè, за инвеститорите кои имаат кратки временски хоризонти, односно посакуваат принос на краток рок. Тоа секако не е случај со донаторските компании и некои пензиски фондови каде што нивните временски хоризонти се долгорочни. Трошоците за длабинска анализа (due diligence) кај алтернативните инвестиции може да претставува ограничувачки

⁵ Christopher Wright: “Ripe for the Picking”, CFA Magazine, September/October 2005, стр. 27-35

фактор кај малите портфолија и претставуваат предмет на анализа при одлуката за инвестирање во алтернативни инвестиции.

1.2.4.1 Недвижности

Како една од првите и најрани алтернативни инвестиции, недвижностите играат голема улога во портфолијата на институционалните инвеститори гледано на меѓународен план. Институционалните инвеститори имаат големо пазарно учество на пазарот на недвижности. Особено со почетокот на дваесет и првиот век, индивидуалните, а пред се институционалните инвеститори го покажуваат големиот интерес и фокусирање на потенцијалните приноси и бенефитите кои произлегуваат со диверзификацијата која вклучува недвижности во портфолиото составено од акции, обврзници и сè почесто, други алтернативни инвестиции.

1.2.4.1.1 Видови инвестиции во недвижности

Инвеститорите може да партиципираат во недвижностите директно или индиректно (што понекогаш се нарекува финансиска сопственост). Директната сопственост вклучува инвестиции во резиденции, бизнис (комерцијални) недвижности и земјоделско земјиште. За разлика од директната сопственост, индиректната сопственост вклучува инвестирање во:

- Компании ангажирани во развојот, менаџментот или сопственоста на недвижностите, како на пример оперативни компании за недвижности (кои што вклучуваат недвижности од типот на деловни згради)
- Инвестициони фондови за недвижности кои што се јавно тргувани компании и кои се претставници на голем капитал инвестиран во недвижности
- Посебно управувани компании или сметки од страна на советниците и експертите за недвижности.
- Инфраструктурни фондови, кои во соработка со владините институции, прават приватни инвестиции во јавни инфраструктурни проекти, како на

пример, патишта, тунели, училишта, болници и аеродроми (секако со обврска за понатамошни поволности односно права врз овие капитални инфраструктурни проекти за даден период)

Инвестиционите фондови за недвижности се поделени на повеќе групи:

- 1) фондови кои содржат или се составени од акции. Овој тип на фондови поседуваат и менаџираат деловни згради, апартмани и шопинг центри. Акционерите примаат приход од киријата за која се издаваат овие објекти, но имаат и можност за продавање на истите и стекнување на капитална добивка.
- 2) Хипотекарните фондови, од друга страна, поседуваат портфолија кои што се составени од хипотеки на средства кои го надминуваат процентот од 75% од вкупното портфолио. Хипотекарните фондови им позајмуваат пари на изведувачите на објекти и составуваат колекција од кредити. Акционерите тука, добиваат приход од камати. Постојат и т.н хибридни фондови за недвижности кои што дејствуваат со купување на недвижности и стекнување на хипотеки од комерцијални и станбени недвижности.

Акциите на инвестиционите фондови во недвижности котираат на берзите и на пазарите преку шалтер. Овие фондови им помагаат на инвестиционите фондови, затворените инвестициони фондови и некои други форми на институционални инвеститори во диверзификацијата на нивните професионално управувани портфолија со додавање на недвижности.

1.2.4.1.2 Инвестициони карактеристики на недвижностите

Во спротивност со останатите алтернативни инвестиции, недвижностите се карактеризираат со една т.н *внатрешна вредност* базирана на бенефитите за поединците или бизнисите. Инвестициите во комерцијални или деловни недвижности вклучуваат значителен приход изразен преку изнајмувањето на истите, што воедно ја зголемува стабилноста на нивните приноси.

Различноста во инвестиционите карактеристики, се одразува на приносот кај недвижностите. Од друга страна, пазарот на недвижности е карактеристичен по релативно недоволната ликвидност, релативно големи трансакциони трошоци,

хетерогеност, неподвижност (средството е фиксирано за локација) и релативно ниска транспарентност на информации (така што продавачот секогаш повеќе знае од купувачот). Овие карактеристики можат да создадат пазарна можност (шанса) за релативно високи ризични приноси за инвеститори кои ќе обезбедат ефикасност на трошоците и високо квалитетна информација.

Различните пазари и економски фактори ги тангираат недвижностите. На пример, каматните стапки директно или индиректно влијаат врз факторите поврзани со побарувачката и понудата на недвижности како трошоците за финансирање на бизнисот, вработувањето, обичаите за штедење, и побарувачката и понудата за хипотекарно финансирање. На светско ниво, приносите од недвижностите се во позитивна корелација со промените на бруто националниот производ. Растот на популацијата, гледано на долг рок е позитивен фактор кога се во прашање приносите од инвестициите, но сепак инвеститорот во недвижности има потреба од дополнителна анализа на демографијата и нејзините карактеристики (како на пример миграцијата од едно место во друго или промени во економската состојба кај популацијата во одредено место и сл.).

Вредностите на недвижностите трпат влијание од некои варијабли како на пример, локацијата. Импликација на ова е дека комплетна диверзификација на недвижностите може да биде достигната само со инвестирање во странство. Оптималната диверзификација може да биде постигната преку таргетирање на една земја од секој континент.

Предности од инвестирањето во недвижности:

- ✓ Инвеститорот во недвижности имаат директна контрола врз нивниот имот и можат да реагираат по потреба, како на пример, за проширување или модернизација, а со цел зголемување на пазарната вредност на имотот. За разлика од ова, инвеститор кој поседува мала количина од капиталот на една јавно тргувана компанија, нема “никаков” глас во управувањето со компанијата односно неговата улога е небитна.
- ✓ Некаде законските регулативи дозволуваат каматите од хипотеки, даноците на имот и други трошоци да бидат одбиени во плаќањето на данок, така што

сопствениците на недвижности може да имаат бенефит од таквите даночни субвенции.

Слабости на инвестирањето во недвижности:

- ✓ Повеќето од парцелите на недвижностите не се лесно деливи и не можат да се делат на помали парчиња. Како резултат на ова, во случај кога големите парцели претставуваат релативно голем процент од инвестиционото портфолио, инвестирањето во недвижности вклучува голем ризик за инвеститорите. Сопствениците на станбени згради или институционалните инвеститори кои купуваат шопинг центри можат да се соочат со овој проблем.
- ✓ Трошокот кој е потребен да се дојде до потребната информација е доста висок бидејќи секој одреден дел кај недвижностите е единствен.
- ✓ Трошоците кои ги наплатуваат брокерите или посредниците во недвижности се доста високи и во голем дел се разликуваат од оние кај хартиите од вредност.
- ✓ Инвеститорите во недвижности се изложени на релативно висок ризик кога е во прашање т.н влошување на атрактивноста на недвижноста односно губењето рејтинг, а со тоа и нивната пазарна цена.
- ✓ Недвижностите вклучуваат високи оперативни трошоци, како и трошоци за одржување. На пример трошоци за администрирање, поправки, лизинг, замени итн.
- ✓ Даночните ослободувања кај инвестициите во недвижности можат да бидат укинати од страна на законодавните институции, особено по смена на владејачка партија, така што постои политички ризик.

Со оглед на фактот дека недвижностите се склони на многу економски фундаменти, пазарите на недвижности активно ги следат економските циклуси. Од тактичка гледна точка за алокација на средствата, доброто предвидување на економските циклуси резултира со подобри динамични стратегии за реалокација на постоечките средства на база на очекуваните резултати. Варијаблите на кои што се дава посебен акцент во системската детерминација на приносите кај

недвижностите се: раст на потрошувачката, реални каматни стапки, неочекувана инфлација.

1.2.4.1.3 Улогата на недвижностите како диверзификатор

Во склоп со нивниот потенцијал да додаваат вредност преку активен менаџмент, недвижностите историски гледано се покажале како одличен диверзификатор. Недвижност која произведува приход (станбена зграда) може да биде релативно стабилна инвестиција која носи приход од лизинг или кредитните плаќања на станарите. Така, недвижностите се јавуваат во улога на добар зајакнувач на приходите.

1.2.4.2 Благородни метали

1.2.4.2.1 Злато

Златото беше и се уште е универзална валута. Златото служи и како гаранција за девизните резерви и против економската криза. Со оглед на моменталната финансиска криза, во поголем дел од државите во светот владите, се повеќе печатат пари. Огромната експанзија на понудата на пари води до зголемување на инфлацијата. Поради тоа, не само што хартиените пари губат од вредноста, туку и други печатени форми на инвестирање, како акции, обврзници и банкарски депозити, се погодени од инфлацијата.

Од друга страна, пак, златото нуди сигурност. Со милениуми, златото е ценето во светот како сигурно средство за плаќање, без оглед на финансиската криза, валутните реформи или државен долг, тоа останува повторно валидно. Спротивно на тоа, хартиените пари се постојано подложени на овие влијанија, не само во смисла на нестабилност на вредноста, туку и во смисла на огромни загуби на вредноста. Дури и во меѓународниот монетарен систем, златото е од голема важност. Поради големата побарувачка за безбедносни потреби, тоа им служи на централните банки и економски најзначајните земји во светот како основна компонента на девизни резерви. Златото е заштитено од инфлација и не може да биде произведено од страна на владите.

Купувањето инвестициско злато во Македонија може да се врши на два начини. Со купување инвестициско злато и негово депонирање во банка во Швајцарија или Германија, каде благородните метали се чуваат во трезори со највисок степен на сигурност, или по желба на купувачот во друга земја. Во тој случај нема ставка на ДДВ, полесно, побрзо и поевтино со него се тргува, односно се продава, што значи - се профитира.

1.2.4.2.2 Сребро

Во својот историски развој, среброт често било во сенка на блескавото злато, но сега повторно се актуелизира неговата вредност. Со илјадници години среброт во светот се обработува во различни форми, на пример накит, метални монети, инвестициски метал. Среброт исто како и златото, им припаѓа на најретките метали во светот.

Среброт е донесено во Европа од Шпанците, во големи количини во средниот век, што предизвикало огромно намалување на цената. Со текот на времето, среброт сепак стана незаменлив индустриски метал, при што цената повторно се крена. Поради своите единствени физички својства, среброт е неопходно за модерната електроника, компјутерска технологија, медицината, за накитот и како инвестициско злато.

Стравот од инфлацијата, од се повисоките цени кои ја уништуваат вредноста на имотот, како што се парите, ги натера бизнисмените да инвестираат во солиден имот – злато, сребро и други благородни метали. На крајот од минатата година, во време кога цената на американската валута падна на најниска граница од 1995 година, цената на златото скокна на највисокото ниво во својата историја.

Од друга страна, инвестирањето во злато е добредојдено и поради фактот што од крајот на 2010, и годинава започна тренд на пад на каматите на депозитите во банките, што веројатно ќе биде мотив повеќе, луѓето да размислуваат за алтернативни вложувања. Според експертите, вкупниот процент на злато и сребро во портфолиото обично се зголемува во време на кризи, со оглед на фактот дека благородните метали се најсигурни чувари на вредноста на имотот.

Предноста во поседувањето злато и сребро е што нивната вредност никогаш не паѓа на нула, што кај другите облици на инвестирање не е случај. Историјата на

акциите, обврзниците и парите покажува дека се случувало да изгубат сто проценти од својата вредност, и да станат безвредни, што не е случај кај благородните метали, кои даваат сигурност во портфолиото на секој инвеститор.

1.2.4.3 Готовина

Покрај реалните средства кои го сочинуваат портфолиото на институционалните инвеститори, соодветен дел завзема и готовината. Ангажирањето на определена големина на готовина во некои случаи претставува и нужност. Тоа е резултат од фактот што готовината претставува таков тип на средство со кое се:

- Вршат платежни (трансакциони) активности;
- Надоместуваат трошоци од непредвидени трансакции;
- Одржува компензационо салдо кај банките како услов за користење на услуги на банката.

Врз големината на готовината која ја држи некој вид на институционален инвеститор или корпорација влијаат повеќе фактори, и тоа:⁶

- Видот на институционалниот инвеститор (корпорацијата) - “Помалите” институционални инвеститори одржуваат помала готовина за разлика од “поголемите” кои заради користење на економијата на обем и поголемата преговарачка моќ со комитентите, се во можност да одржуваат помало готовинско салдо во однос на приходите кои ги остваруваат, за разлика од помалите компании.
- Софистицираноста на банкарскиот систем во кој корпорацијата функционира. Поразвиениот банкарски систем во економијата овозможува и држење на помала сума на готовина, со оглед на можноста за користење на безготовински инструменти за плаќање.
- Можноста за инвестирање во пазарни (прометни) инструменти. Инвестирањето во пазарни хартии од вредност поради високата

⁶ Damodaran, A.: “Corporate finance: theory and practice”, 2nd edition, John Wiley&Sons, Inc.,2001, стр.424-425.

нивна ликвидност на пазарот овозможува држење на помало готовинско салдо кај компаниите.

1.3 Пристапи кон утврдувањето на вредноста на акциите

Кога анализата има за цел на одреди која акција да се купи и на која цена, постојат два основни пристапи:

- Фундаменталната анализа го поддржува фактот дека пазарите може да потценат некоја акција во краток рок, но постои мислење дека таа цена ќе ја постигне својата “вистинска“ цена на подолг рок. Добивката може да се постигне со купување на потценетата хартија од вредност (акцијата) и чекање да пазарот ја “препознае“ својата грешка и да ја корегира нејзината цена во нагорна линија.
- Техничката анализа го поддржува мислењето дека сите податоци за компанијата се веќе рефлектирани во нејзината цена. “Емоционалните” одговори на движењето на цената кај инвеститорите води кон препознатливи графикони за движење на цената. Техничката анализа не се интересира за вредноста на акцијата. Предвидувањата за цената се направени исклучиво од историски движења на цената.

1.3.1 Фундаментална анализа

Фундаменталната анализа на една компанија опфаќа детално анализирање на финансиските извештаи, менаџирањето на компанијата, нејзините компаративни предности и анализа на конкурентите и пазарот. Терминот фундаментална анализа е употребен со цел да се направи разлика помеѓу другите типови на инвестициски анализи како што се квантитативната и техничката анализа.

Фундаменталната анализа се базира на историски и тековни податоци, а со цел формирање на идни финансиски предвидувања. Постојат повеќе можни цели и тоа:

1. Вреднување на акцијата на компанијата и предвидување на движењето на цената на таа акција
2. Правење на проекција околу перформансите на компанијата
3. Валуација на менаџментот на компанијата и донесувањето на интерни бизнис одлуки
4. Пресметка на кредитниот ризик

Изборот на пристапот кон анализата на акциите е детерминиран од верувањето на инвеститорот во различните гледишта за тоа “како пазарот функционира”. Фундаменталната анализа вклучува економска анализа, анализа на индустријата и анализа на компанијата. Врз база на овие три анализи, основната вредност на акцијата се детерминира. Ова во странската литература е познато како права, фер вредност на акцијата.

Инвеститорите може да употребат анализа “од дното кон врвот” и анализа “од врвот кон дното”.

- Кај анализата “од врвот кон дното” инвеститорот ја започнува својата анализа со глобалната економија, вклучувајќи меѓународни и домашни економски показатели како што се стапките на раст на БДП, инфлацијата, каматните стапки, производството и цените на енергијата. Понатаму, анализата продолжува со истражување на регионот/индустријата и вкупните продажби во рамките на таа индустрија и регион, ценовни нивоа, ефекти од конкурентски производи, “странска” конкуренција, како и можноста за влез и излез во и од индустријата. На крај, следува истражување на најдобрите компании во таа индустрија.
- Кај анализата “од дното кон врвот” инвеститорот започнува со анализа на конкретни компании, не земајќи ја во предвид индустријата или регионот во која припаѓа таа компанија.

Фундаменталната анализа на една компанија започнува со анализа на финансиските извештаи вклучувајќи различни коефициенти. Анализата опфаќа исплатени дивиденди за даден период, опративен готовински тек, издавање на нови акции (промена во капиталот) и капитално финансирање. Утврдените стапки на раст (на приходите и готовината) и нивоата на ризик (за определување на дисконтната стапка) се користат во најразлични модели на вреднување. Најпознат модел е моделот на дисконтиран готовински тек каде што сите идни готовински текови се проценети и дисконтирани за да се определат нивните сегашни вредности.

“Фундаменталната анализа претставува анализа преку која се проценува идната добивка и дивиденда, очекуваниите идни каматни стапки и ризикот на компанијата како би се утврдила вистинската вредност на акцијата”⁷. Најчесто ваквата вредност се утврдува како дисконтирана сегашна вредност на сите идни дивиденди, бидејќи фундаменталната анализа се базира на претпоставката дека “вистинската” вредност на *кое и да било финансиско средство* е еднаква на сегашната вредност на готовинскиот тек што сопственикот на конкретното средство очекува да го добие⁸. Оттука, фундаменталниот аналитичар настојува да го предвиди времетраењето и големината на ваквиот готовински тек и истиот потоа да го конвертира во сегашна вредност со користење соодветна дисконтна стапка. Откога ќе биде утврдена сегашната (вистинската) вредност на средството, истата се споредува со пазарната цена и се утврдува дали конкретното финансиско средство е адекватно вреднувано. Доколку вистинската (фундаменталната) вредност на средството е повисока од тековната пазарна цена станува збор за потценета вредност на средството и тогаш фундаменталните аналитичари препорачуваат купување на таквата акција и обратно доколку фундаменталната вредност е пониска од пазарната цена кога станува збор за преценета вредност на акцијата.

Фундаменталните аналитичари веруваат дека кога е констатирана неусогласеност меѓу реалната и пазарната вредност, пазарот во блиска иднина ќе изврши корекција на тој начин што кај подценетите средства (акции) ќе дојде до

⁷ Bodie Z., Kane A., Marcus J.A., “Investments”, 7th edition, Prentice Hall, стр.272

⁸ Sharpe F.W. Asset allocation: Management Style and Performance Measurement," *Journal of Portfolio Management*, Winter 1992, стр.12.

зголемување на цената (апрецијација), додека при преценета пазарна цена ќе дојде до нејзино намалување (депрецијација)⁹.

Добивката што корпорациите можат да ја остварат и од која можат да се исплатат дивиденди на акционерите, како и пазарната цена, зависат од успешното работење на компанијата, што пак од своја страна зависи и од состојбата на целокупната економија во која делува компанијата. Искуствата говорат дека макроекономските услови на стопанисување и состојбата кај дадена дејност можат да остварат поголемо влијание на добивката, со самото тоа и на дивидендата и цената на акцијата отколку нивната положба во дејноста.

Во фундаменталната анализа најчесто се започнува со анализа на финансиските извештаи, која потоа се надополнува со детална економска анализа во која се опфаќа проценката на способноста на менаџментот на компанијата, рангот на компанијата во рамките на дејноста и анализата на целокупната дејност. Целта на анализата е да се утврди вредноста на компанијата која се уште не е препознаена на пазарот, од каде произлегува комплексноста на ваквиот тип анализа. Настојувањата на фундаменталната анализа не се насочени кон откривање на успешни компании, бидејќи откривањето на успешна компанија не му нуди на инвеститорот корист, доколку тоа е познато и на останатиот дел од пазарот. Во тој случај инвеститорот е присилен да плати висока цена за акцијата на компанијата, а притоа да не може да оствари натпросечен принос од таквото вложување.

Затоа настојувањата се да се пронајдат компании кои вредат повеќе од тоа колку се тие проценети. Дури и неуспешни корпорации можат да бидат добра инвестиција, доколку се утврди дека тие не се толку неуспешни како што се прикажува преку цената на нивните акции. Од претходното може да се заклучи дека фундаменталната анализа нема за цел само да направи добра анализа на компаниите, туку анализа која ќе биде подобра од онаа на конкуренцијата, бидејќи во пазарната цена на акцијата веќе се имаат рефлектирано сите јавно достапни информации.

⁹ Исто, стр.13

1.3.1.1 Потреби за имплементирање на фундаменталната анализа

Врз основа на претходно споменатото, се заклучува дека фундаменталната анализа укажува дека вредноста на хартијата од вредност ќе биде поголема доколку: а) растот на компанијата е поголем и трае подолго време, б) постои поголема исплата на дивиденда на компанијата, в) акциите на компанијата се помалку ризични и г) нивото на пазарната каматна стапка е пониско.

Имено, фундаменталистите со користење на соодветни математички формули воведуваат релации или правила во вреднувањето на акциите. На тој начин преку предлагање на разумна основа за вреднување на акциите, фундаменталната анализа станува корисна и оправдана во теоријата и праксата. Ваквите правила или релации во исто време претставуваат и стандард за секој инвеститор во процесот на вреднување на акции и донесување соодветна одлука.

1.3.2 Техничка анализа

Техничката анализа, од друга страна, воопшто не ги зема предвид перформансите на издавачот, туку се базира исклучиво на пазарните движења на хартиите од вредност, пред сè, на цените и истргуваните количини. При тоа, целта на техничката анализа е да го открие моментот кога да се купи и кога да се продаде, максимизирајќи ја на тој начин заработувачката. Техничката анализа поаѓа од претпоставката дека квалитетите на компанијата-издавач и на конкретната хартија од вредност, информациите, како и идните очекувања се веќе вградени во нејзината пазарна цена и дека единственото што треба да се направи е да се предвиди моментот кога хартијата од вредност ја достигнува највисоката цена и ќе почне да се намалува (тоа е моментот кога треба да се продава) или пак, доколку цената оди надолу, да се предвиди моментот на најниската цена после која истата ќе почне да расте (тоа е моментот кога треба да се купува). При тоа, техничката анализа користи голем број на методи, кои се усовршуваат од ден на ден, но, во основата лежат споредбите на цените и количините на тргувањето со одредена хартија од вредност. Техничката анализа ги користи теориите на психологијата на

масите, односно однесувањето на големи групи на луѓе, кои, во случајов, го сочинуваат пазарот. Интересно е да се каже дека скоро секој голем инвеститор кој користи техничка анализа најчесто има свои специфични техники со кои, доколку се покажат успешни, заработува и потоа ги објавува како „сигурни“ методи. Но, тука е битно да се напомене дека во многу случаи техничката анализа самата себе се докажува, но и побива. Имено, доколку сите користат иста метода која вели дека цената на одредена хартија ќе расте, тие ќе купуваат и цената тогаш навистина ќе расте! И обратно, доколку цената на акцијата ќе паѓа, тие продаваат и тогаш цената на хартијата од вредност навистина ќе падне.

Техничките аналитичари се потпираат на приказот на графиконите во кои се претставени движењето на цените на акциите и истргуваните количини за одреден временски период. На пример, значителен раст на цената, проследен со голема истргувана количина или волумен, се опишува како “акумулација” или акумулирање. Се смета дека во овој пример, акцијата се движи од “слаби раце” кон “силни раце”, бидејќи големиот раст на цената проследен со голема истргувана количина е познат како ситуација во која побарувачката е посилна од понудата. Спротивно на ова, голем пад на цената на акцијата, проследен со голема истргувана количина се опишува како “дистрибуција”. Акцијата во овој случај се движи од “силни раце” кон “слаби раце”, бидејќи паѓачката цена на акцијата, проследена со голема истргувана количина е ситуација во која понудата е посилна од побарувачката. И во двете споменати ситуации, релативно голем обем на тргување би можело да се дефинира како предзнак за промена на цената на акцијата.

Што се случува доколку е присутен период во кој нема значително менување на цената на акцијата? Доколку движењата на цената на акцијата се мали, тогаш се смета дека акцијата е во т.н консолидирачка фаза. Нивото на цената на акцијата кое тешко се достигнува е познато како ниво на отпор, додека нивото на цената на акцијата каде што се гледа дека акцијата нема да паѓа е познато како ниво на подршка¹⁰.

За разлика од фундаменталната анализа кај која вредноста на акцијата се утврдува врз основа на истражување на фундаменталните фактори на ниво на

¹⁰ Sharpe W.F., Alexander, G. J. and Bailey J. V. цитиран труд, стр.781

економија, пазар на капитал и компанија, техничката анализа тргнува од принципот дека цената на акциите во иднина е детерминирана од движењата на пазарот во минатото и тоа пред се на пазарната цена и на обемот на тргување. Со други зборови, кај техничката анализа релевантен фактор за анализа претставува единствено пазарот, “бидејќи пазарот сам за себе претставува најдобар предвидувач”¹¹.

Аналитичарите кои се занимаваат со техничката анализа, иако можат да ја препознаат вредноста на фундаменталните информации од кои зависи идното работење на компанијата, тие сметаат дека таквите информации не се неопходни за успешно тргување на пазарот. Тоа резултира од фактот дека техничката анализа претпоставува дека цените на акциите бавно реагираат на фундаменталните фактори на понудата и побарувачката. Па, оттаму и нејзиното неусогласување со теоријата за ефикасен пазар, која го застапува ставот дека секоја информација која може да се добие преку анализа на движењата на цените на акциите во минатото веќе е одразена во цената на акцијата. Имено, преку конкуренцијата што постои меѓу инвеститорите кои вложуваат врз основа на историски информации за движењата на цената на акцијата на пазарот, цената на акцијата се зголемува на ниво на кое очекуваниот принос е пропорционален на ризикот, па оттаму и неможноста за остварување натпросечен принос. Но, и покрај ваквиот став на приврзаниците на теоријата за ефикасен пазар, инвеститорите кои се базираат на техничката анализа успеваат да остварат натпросечни резултати со примена на соодветни стратегии и техники.

Техничката анализа преку испитувања на движењата на цените на акциите и обемот на тргување во изминатиот период, ги предвидува движењата на севкупниот пазар и на индивидуалните акции, притоа базирајќи се на неколку претпоставки:¹²

1. Пазарната цена е детерминирана од интеракцијата помеѓу понудата и побарувачката

¹¹ Reilly K.F., Brown C.K., цитиран труд, стр.626

¹² Исто стр.626

2. Понудата и побарувачката се детерминирани од бројни рационални и ирационални фактори. Ваквите фактори ги вклучуваат економските варијабли при фундаменталната анализа како и низа субјективни проценки, мислења и слично. Сите овие фактори пазарот континуирано и автоматски ги евалуира.
3. Цените на индивидуалните хартии од вредност и на севкупниот пазар се движат во трендови во предвиден период на времетраење.
4. Постојниот тренд на движење се менува во зависност од промените во силите меѓу понудата и побарувачката. Ваквите поместувања, без оглед на причините поради кои настануваат, порано или покасно ќе бидат детектирани од пазарот преку негова соодветна реакција.

Во поглед на првите две претпоставки генерално постои согласност меѓу приврзаниците на техничката и фундаменталната анализа. Позначајни отстапки се јавуваат во поглед на останатите две претпоставки. Имено, аналитичарите при техничката анализа очекуваат цената на акциите и на севкупниот пазар да се движат во соодветен тренд и тоа за подолг период, поради фактот што на пазарот новите информации не доаѓаат (влегуваат) во еден момент, туку нивниот влез трае извесен временски период, а оттаму и неможноста сите инвеститори да ги перцепираат информациите во исто време. Како резултат на тоа, сите инвеститори не можат да реагираат истовремено, поради што и промената на цената не настанува во даден момент, туку постепено што рефлектира од постепениот (сукцесивен) прилив на информации на пазарот. Затоа кај цената на акцијата постои *тренд на движење*, пред да се воспостави нова еквилибриумска цена што настанува заради промена на факторите на влијание. Притоа целта на техничарите не е да ја предвидат висината на новата еквилибриумска цена, туку *почетокот* на движење (трендот) од постојниот кон новиот еквилибриум. Видот на инвестиционата одлука ќе зависи од карактерот на самиот тренд. Доколку постои растечки тренд се донесува одлука за купување, а за продажба при тренд на опаѓање на цената. Во првиот случај со побрзото предвидување на почетокот на трендот се овозможува максимизирање на капиталната добивка, додека во вториот случај се минимизира капиталната загуба.

1.3.2.1 Техники на техничката анализа

При техничката анализа се користат бројни правила за тргување кои се систематизираат во четири групи:

- Техника (правило) на контра мислење
- Техника на следење на умните инвеститори (smart money)
- Техника на следење на други пазарни индикатори
- Техники на цена и волумен (Dow теорија).

За поистакнати техники се издвојуваат техниката на контра мислење и Dow теоријата, за кои ќе стане и повеќе збор. Според **правилото на контра мислење**, одлуката за инвестирање се донесува врз проценка дека мнозинството на инвеститори грешат во своите проценки за моментот на настанување на максималната односно минималната цена на акциите. Оттаму, и убедувањето на техничарите дека донесувањето на одлука за инвестирање треба да биде спротивно на одлуката на мнозинството инвеститори. Тоа всушност би значело да се купи кога мнозинството е песимистичко со што се проценува дека цената ќе го достигне минимумот, односно да се продаде кога генералниот став е оптимистички дека цената ќе расте и ќе го достигне својот максимум.

Како репер (сигнал) во донесувањето контра одлука се користат повеќе индикатори:

1. Степенот на ликвидност на инвестиционите фондови. Според техничарите, при почитувањето на ова правило кога пазарот тежнее кон двата екстрема треба да се донесе одлука спротивна од мнозинството. Кога ликвидноста на фондовите е мала, а со тоа и нивната моќ за купување што се случува при состојба кога пазарот се движи кон својот врв, според техничарите треба да се донесе одлука за продажба. Спротивно на тоа, кога пазарот се движи во надолен тренд кон дното и фондовите имаат висока ликвидност треба да се купуваат акции, за да се оствари добивка кога пазарот повторно ќе почне да расте.
2. Состојбата на брокерските сметки. Кога расте салдото на брокерските сметки (куповната моќ), според техничарите би требало да биде сигнал

за купување на акции, а намалувањето на салдото на брокерските сметки би значел сигнал за продажба.

3. Мислењата на инвестиционите советници. Кога ставот на поголемото мнозинство инвестициони советници е дека пазарот се движи кон дното, ќе претставува оптимистички сигнал (сигнал за купување). Во спротивно, кога пазарот се движи кон врвот сигналот е песимистички, што би значело сигнал за продажба¹³.

Dow теоријата¹⁴ на која се базира поголемиот дел од техничката анализа, претставува метод кој се обидува да открие краткорочни и долгорочни трендови во движењата на пазарната цена на акциите. Според ваквата теорија, постојат три фактори кои истовремено влијаат врз цената на акцијата:¹⁵

- Примарен тренд кој го покажува долгорочното движење на цената во период од неколку месеци до неколку години.
- Секундарен или интермедијарен тренд кој е последица на краткорочните отстапувања на цената од трендот. Ваквите отстапувања се елиминираат преку корекција кога цените се враќаат во рамките на трендот.
- Терцијален или мал тренд кој ги претставува дневните флукуации кои немаат големо значење врз цената на акцијата.

Dow теоријата во испитување на движењето на цената на акциите ги воведува поимите ниво на подршка и ниво на отпор на цената на акцијата. Нивото на подршка ја претставува вредноста за која е мала веројатноста за падот на пазарот под таа вредност. За разлика од тоа, нивото на отпор го претставува нивото на вредност која е тешко да се надмине (постоење на мала веројатност за пречекорување на пазарот на оваа вредност). Нивото на подршка и отпор се утврдуваат врз основа на движењата на цената на акциите во минатото. Притоа, доколку се забележи дека цената на акцијата го пробива нивото на отпор (утврдено

¹³ Во развиените пазари на капитал се користат и други индикатори: односот меѓу обемот на тргување на пазарот преку шалтер (over the counter market) и официјалниот пазар, односот меѓу опциите за продажба и купување и слично.

¹⁴ Dow теоријата своето име го добила според својот творец Charles Dow, основач на Wall Street Journal.

¹⁵ Bodie Z., Kane A., Marcus J.A., цитиран труд, стр.478

врз база на движењето на цената во интермедијален тренд) ќе претставува биковски сигнал, односно сигнал за купување.

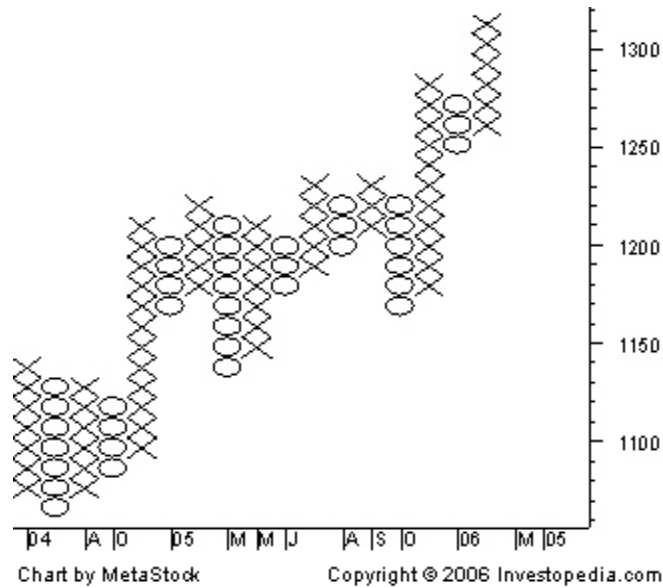
Техничарите тргнуваат од тоа дека нивото на поддршка и отпор се последица на психологијата на инвеститорите. На пример, гледано хипотетички, преку истражување било утврдено дека во изминатиот период од неколку месеци определен акција X се тргувала по 100 денари, за да потоа падне на 65 денари. Доколку цената повторно почне да расте, цената од 100 денари ќе претставува отпор поради тоа што таа цена е цена по која поголемиот број инвеститори првобитно ја имаат купено таа акција. Штом цената на акцијата ќе почне да се доближува до оваа цена, тие ќе настојуваат да ја продадат акцијата. Таквата активност останува запаметена на пазарот, така што движењата на цената во минатото влијаат врз идните движења на пазарот.

Без оглед на тоа за кој тип на техника станува збор, техничарите за прикажување на трендот на движење на цените во минатото користат графикони. Притоа, во теоријата и праксата се развиени повеќе видови на графикони за прикажување на трендот на движење на цените на акциите. За позначајни ги издвојуваме графиконот на точки и симболи и столбниот графикон.

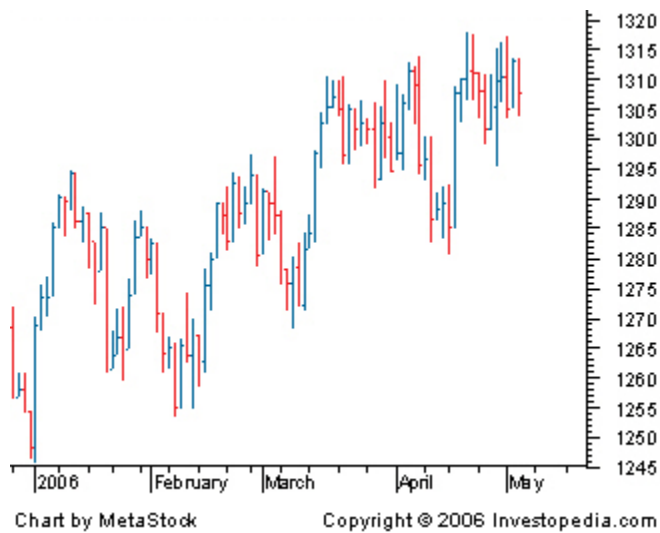
Кај првиот тип, графиконот на точка и симболи за прикажување на растот и падот на цените во изминатиот период се користат два типа на различни симболи, едниот за раст, а другиот за пад на цените. Кога цената на акцијата ја пробива најниската цена на акциите во изминатиот период тоа ќе претставува и сигнал за продажба. За разлика од тоа кога цената на акцијата го пробива највисокото ниво на цена во изминатиот период тоа ќе биде сигнал за купување на акцијата (Види приказ 1.1).

Кај столбниот графикон движењето на цените се прикажува преку користење квадрати на кои се прикажува почетната и крајната цена на тргување, како и најниската и највисоката цена на тргување за даден ден, недела или слично. Доколку цената се покачува во текот на денот или недела, завршната цена се прикажува на врвот, а почетната на дното на квадратот и обратно кога има пад на цената (Види Приказ 1.2).

Приказ 1.1 Графикон на точка и симболи – техничка анализа



Приказ 1.2 Столбен графикон– техничка анализа



1.3.2.2 Предности и слабости на техничката анализа

Како што е веќе споменато, техничките аналитичари донесуваат одлуки врз база на испитување на пазарните трендови и трендовите на конкретните хартии од вредност, без да посветат големо влијание за причината која ги предизвикала тие

трендови. Напротив, фундаменталните аналитичари своите одлуки ги донесуваат врз база на конкретни проценети податоци за компаниите и пазарите пред тие да бидат достапни во јавноста. Бидејќи техничките аналитичари не веруваат дека е можно овие информации да се примат и процесираат доволно брзо, многу од предностите на техничката анализа кореспондираат директно со слабостите на фундаменталната анализа.

На пример, при проекцијата на идните приноси и ризиците, фундаменталистите се потпираат на финансиските извештаи на компанијата или индустријата за претходниот период. Техничките аналитичари или техничарите, веруваат дека постојат многу недостатоци во тие финансиски извештаи. Прво, разликата се состои во сметководствените методи кои ја отежнуваат компарацијата на компаниите во иста индустрија, или скоро невозможна е компарација на компании во различни индустрии. Второ, финансиските извештаи не ги содржат сите податоци кои се потребни да се донесат одлуки за инвестирање од страна на инвестиорите, како што се податоци за продажбата на специфични производи или податоци кои се однесуваат на клиентите на компанијата. На крај, финансиските извештаи не вклучуваат ниту еден психолошки аспект како на пример гудвил (goodwill) кој секако дека има влијание врз цената на акциите.

Во еден “ефикасен” (професионален, добро организиран, конкурентски) пазар цените многу брзо ги рефлектираат сите достапни информации. Техничките аналитичари можат да работат само доколку пазарите на хартии од вредност се во некоја смисла “неефикасни”. Многу студии за тестирањето на “ефикасноста” на правилата на тргување според техничка анализа не успеаа да обезбедат комплетен доказ за супериорноста на стратегијата buy and hold (купи и чувај). Исто така, некои од овие студии сугерираат дека многу мали се придобивките кои што можат да се добијат од правилата генерирани од техничката анализа. Примерите или моделите за ценовните движења во минатото не секогаш се повторуваат и во иднина. Техниката на предвидување би можела да успее на краток рок, но може да го промаши главниот пресврт на пазарот. Друга слабост на техничката анализа е дека предвидувањето може да биде самостојна претпоставка. Тоа значи, ако цената на акцијата е предвидено да порасне кога ќе достигне одредена цена (кога ќе го

помине отпорот), тоа би можело да се случи бидејќи луѓето ќе купуваат надевајќи се дека таа ќе порасне во иднина. Во оваа ситуација цената на акцијата се враќа во нејзиниот еквилибриум подоцна. Крајниот проблем е тоа што постои субјективна процена во предвидувањето. Двајца технички аналитичари можат историски да го погледнат движењето на цените и да стигнат до многу различни проекции околу идните ценовни движења.

Техничката анализа е метод на предвидувања на движењата на цените на одредени хартии од вредност со анализирање на историските ценовни движења и други обсервирачки показатели за движењето на пазарот. Оваа техника ги негира методите на фундаментално вреднување базирани на финансиските извештаи. Техничката анализа исто така бара “неефикасен” пазар, иако многу студии индицираат дека главните, поголемите пазари на хартии од вредност се “ефикасни”.

И покрај многубројните критики кои се упатуваат на сметка на техничката анализа, во праксата техничките аналитичари преку користење на соодветни техники и показатели успеваат да остварат натпросечни приноси.

1.4 Приноси при инвестирањето

Без разлика на тоа дали станува збор за финансиски или реални инвестиции, важи правилото дека нивната ефикасност се оценува според големината на приносот но во услови на неизвесност односно ризик. Значи, ефикасноста се јавува во функција на приносот на инвестицијата при дадено ниво на ризик. Кај реалните инвестиции, capital budgeting-от се занимава со оваа проблематика, додека кај финансиските инвестиции тоа е предмет на портфолио теоријата и менаџментот. Во портфолио теоријата основна загатка претставува одговорот на прашањето кое портфолио е ефикасно, поточно како до ефикасна диверзификација или ефикасно портфолио. “Приносот на вложување, претставува во пари или во проценти изразена добивка или загуба во некое средство”¹⁶. “При изразување на приносот од инвестицијата во пари настануваат два проблеми кои се однесуваат на потребата од

¹⁶ Арсов С., Спасов С. “Финансиски менаџмент”, второ издание, Економски факултет, Скопје 2004, стр.138

поседување на информации: за големината на инвестицијата и за времето на остварување на приносот”¹⁷

Решението на овие два проблеми се постигнува со изразување на приносот преку релативен показател – стапката на принос на годишна основа, која претставува показател за бројот на единици принос остварени при една единица инвестиција на годишно ниво, пресметувајќи ја на следниот начин:

$$HPY = HPR^{1/n} - 1$$

Каде што:

- HPY - Годишна стапка на принос;
- HPR - Принос за целокупниот инвестиционен период;
- n - Број на периоди во инвестициониот период.

Кај реалните инвестиции, приносот го опфаќа нето готовинскиот тек кој се остварува од конкретен капитален проект. Нето готовинскиот тек восебе ги опфаќа приходите, од една страна и трошоците на инвестирање и оперативните трошоци кои се очекува да бидат направени при реализација на проектот, од друга страна. При дефинирањето на нето готовинскиот тек, исто така е потребно покрај приходите и трошоците кои се очекуваат да бидат остварени во текот на инвестициониот и оперативниот период на функционирање на проектот, да се зема предвид и остатокот од вредноста на проектот – нето паричните приливи кои би се оствариле по истекот на периодот на експлоатација на проектот.

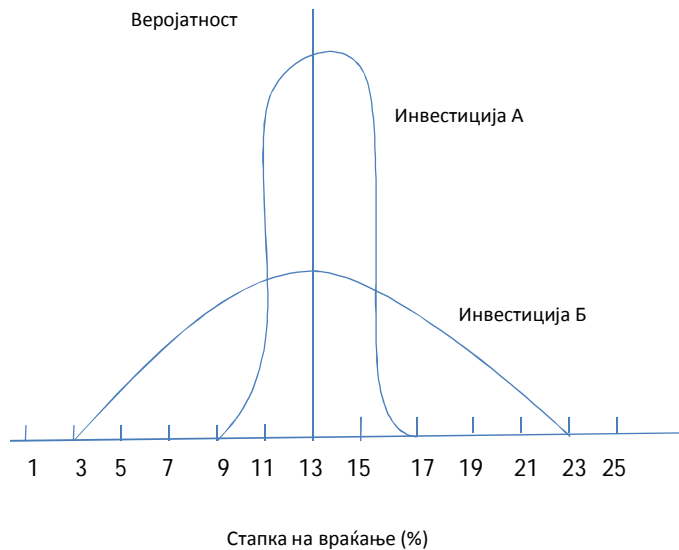
Кај финансиските вложувања приносот се состои од дел кој се остварува по основ на поседување одреден тип хартија од вредност (дивиденда, камата и сл.) и дел кој е резултат од промената на цената на пазарот на капитал на конкретното финансиско средство (капитална добивка или капитална загуба).

Кога се поаѓа од аспект на инвестициите, ризикот се дефинира како можност реалните приноси што се остварени од определен инвестиционен зафат да бидат поразлични од очекуваните, од каде ризикот се дефинира и како варијабилност на очекуваните приноси. Можноста за неостварување на планираниот принос од вложување во конкретното средство произлегува од самата дефиниција на

¹⁷ Brigham F. Eugene and oth. “Financial Management: theory and practice”, 9th edition, Harcourt College Publisher, 1999, стр. 159

инвестициите како “размена на една позната вредност во сегашноста, на нешто што е извесно, за вредноста на очекуваните ефекти во иднина”¹⁸. Бидејќи сегашноста е проследена со извесност, додека иднината со неизвесност и ризик, проектираните ефекти од дадена инвестиција претставуваат очекувани, а не извесни резултати. Тоа пак ја наметнува потребата од воведување на теоријата на веројатност при дефинирање на идните приноси. Поради можноста за добивање поголем број исходи при инвестирање во услови на неизвесност и ризик, очекуваниот принос од конкретна инвестициона активност ќе претставува производ од проектираните идни приноси при секој исход и веројатноста за нивно остварување. Врз основа на стапките на принос при различните исходи од инвестирање и веројатноста за нивно остварување се добива кривата на дистрибуција на веројатноста на очекуваните приноси (види Графикон 1.1).

Графикон 1.1 Крива на веројатна дистрибуција



Извор: Lawrence J.G.: "Principles of managerial finance", 5th edition, Harper & Row Publisher, New York, 1988, стр. 217.

¹⁸ Несторовски М.: "Инвестициона одлука: економска анализа на инвестициони проекти", Економски факултет, Скопје, 1996, стр.17

Поголема варијабилност на приносите ќе рефлектира во поширока веројатна дистрибуција на приносите, а со тоа и постоење на повисок ризик за остварување на истите. Во конкретниот случај инвестицијата Б се јавува за поризична инвестиција од инвестицијата А, без оглед за каков тип на инвестиција станува збор, во индивидуални средства или во портфолио, во реални или пак финансиски средства.

1.5 Ризици при инвестирањето

Кога се работи за инвестициите и за ризиците кои што се неминовно присутни во овој процес без разлика на типот на инвестициите, станува збор за една иста група на ризични фактори. Воглавно, ризичен фактор е оној кај кого може да дојде до промена во неговото влијание во иднина, а со тоа и неможност за остварување на планираниот принос на капитал односно бараната стапка на враќање на инвестициите.

1.5.1 Ризик на ликвидност

Овој ризик е резултат на постоењето на неизвесност во поглед на цената и/или времето на трансформацијата на средствата од еден во друг облик на секундарниот пазар на капитал. “Неизвесноста која се однесува на тоа колку брзо инвестицијата може да биде продадена или купена или постоењето на неизвесност за нејзината цена, го зголемува ризикот на ликвидност”.¹⁹ Оттука, државните хартии од вредност како и хартиите од централните банки претставуваат средства каде скоро и не постои овој ризик со оглед на тоа дека постои можност за нивна брза купопродажба на пазарот по цена скоро идентична на котираната.

1.5.2 Девизен ризик

Кога се инвестира во средства чија што вредност е деноминирана во странска валута, поради можноста за промена на девизниот курс се јавува неизвесност и ризик во остварување на планираниот принос. Овој ризик е присутен

¹⁷ Reilly K. Frank, Brown C. Keith: “цитиран труд”, стр.20

кај институционалните инвеститори, кои покрај на домашниот, учествуваат и на странските пазари на капитал односно кои покрај хартиите од вредност деноминирани во домашна валута, вложуваат и во хартии деноминирани во странска валута без оглед дали трансакциите се одвиваат на домашниот или странскиот финансиски пазар. Во случај на девалвација на домашната валута (зголемување на девизниот курс) домашниот инвеститор остварува поголема добивка. Во случај да дојде до зајакнување на вредноста на домашната валута (намалување на девизниот курс) стапката на добивка ќе се намали, па дури е можно и да се оствари загуба. При вложување во странски хартии од вредност, покрај девизниот присутни се и други фактори кои што ја зголемуваат ризичноста од конкретното вложување. Тука спаѓаат: различниот даночен третман на добивките или загубите меѓу земјите; различни сметководствени и трговски правила; додатни трансакциони трошоци од претворање од една во друга валута; непредвидливи промени кај странските каматни стапки; сложена комуникација поради оддалеченост; јазични бариери и слично.

1.5.3 Политички ризик

Во реализација на бараната стапка на принос, неизвесноста и ризикот можат и да резултираат од нестабилноста политичкото опкружување на дадена национална економија. Типичен пример се воените удари, масовните демонстрации, нестабилната макроекономска политика и др.

Кога се анализираат финансиските инвестиции, релевантно значење добива, пред се, портфолио ризикот. Кога пак, се зборува за ризик од портфолио аспект, се разликуваат два типа на ризик: системски и несистемски.

1.5.4 Системски ризици

Системскиот или познат како пазарен ризик настанува како резултат на фактори кои влијаат врз најголемиот број на компании во националната економија. Пример за ваквиот тип на фактори претставуваат: инфлацијата, рецесијата, високите каматни стапки, девалвацијата и слично.

1.5.5 Несистемски ризици

Несистемскиот ризик е ризик кој што е поврзан со фактори кои имаат влијание, односно се специфични за одреден тип на компании. Пример за овие фактори претставуваат: штрајковите, деловната стратегија на компанијата, маркетинг стратегијата итн. Реализацијата на овие фактори ќе влијае врз ризичноста за остварување на планираната ефикасност на компанијата, а следствено на тоа и на заработувачката по самата акција што ја поседува конкретниот инвеститор.

Во литературата и праксата се користат и други називи за овие елементи на ризикот. Системскиот ризик уште е познат како пазарен или бета ризик, додека несистемскиот како диверзифициран ризик или специфичен тип на ризик.

1.6 Диверзификација на ризикот

Диверзификацијата на ризикот ќе биде анализирана на **несистемскиот** ризик. Купувањето на хартии од вредност од повеќе компании го намалува неуспехот на севкупната инвестиција, поради неможноста неуспехот од некое претпријатие во помала или поголема мера да биде компензиран со успехот од некое друго претпријатие од портфолиото. Максималниот износ до кој што може да биде диверзифициран вкупниот ризик претставува нивото на системскиот ризик. Доколку би било можно да се поседуваат сите акции на пазарот на капитал, тогаш вкупниот ризик би бил ист како и системскиот.

Со оглед на фактот дека диверзификацијата на портфолиото има за цел да го намали ризикот (несистемскиот), се поставува прашањето како да се диверзифицира портфолиото. Постојат два фактори кои што треба да бидат земени во предвид.

Прво, целта на инвеститорот, што значи комплетно диверзифицирано портфолио, кај кое е елиминиран несистемскиот ризик и кое има позитивна корелација со пазарното портфолио.

Второ, бројот на хартиите од вредност во портфолиото треба да биде во функција на намалување на стандардната девијација на вкупното портфолио.

Поради можноста за редуцирање на несистемскиот ризик преку диверзификација на портфолиото, во финансиската теорија и пракса во центарот на вниманието е системскиот ризик при донесувањето на инвестициона одлука. Со оглед на тоа, при пресметката на бараната стапка на враќање се вклучува само системскиот ризик, како пресметан ризик, поточно ризик на кој инвеститорот мора да смета и да бара соодветна компензација во исто време и во случај на добро диверзифицирано портфолио.

Во праксата, гледано од аспект на односот стандардна девијација-број на хартии од вредност, се има потврдено дека максимален бенефит од диверзификација се остварува со зголемување на бројот на средства во портфолиото од 10-15 хартии од вредност. Но доколку би се вклучиле и трошоците за купопродажните трансакции кои се неминовни, тогаш овој број на хартии од вредност секако дека ќе се зголеми. Сепак постојат и автори кои го застапуваат ставот за не толку широка диверзификација на портфолиото. Еден од приврзаниците на оваа група автори е авторот William J.O'Neil, кој вели дека “нема потреба да поседувате дваесет или повеќе акции. Едноставно не можете да знаете се што ви е потребно за толку многу акции и да постигнете голем успех²⁰.” Неговите препораки се дека за сума од 5.000 \$ не би требало да се купат повеќе од два типа на акции, додека за сума од 100.000 \$ пет до шест типа на различни акции.

²⁰ O'Neil J.W.:”24 основни лекции за успешно инвестирање”, превод на македонски јазик, Комисија за хартии од вредност, Скопје, 2002, стр.123.

ГЛАВА 2

Теории и модели на портфолио менаџментот

2.1 Развој на теоријата на инвестирање

Инвестирањето во хартии од вредност, од секогаш било предмет на голем интерес од страна на индивидуалните и институционалните инвеститори. Многу често, експертите кои ја обработувале оваа проблематика, но и активните учесници на пазарот на капитал, се прашувале дали постои идеална формула на инвестирање која ќе донесе поголеми приноси за инвеститорите. Тоа било и причина да се појават неколку мислења, ставови, теории за инвестирањето. Овие теории на ризик разгледувале прашања во врска со тоа дали промената на цената на секое од инвестициските средства влијае врз промената на цената на едно од инвестициските средства. Или, дали навистина средствата со повисок ризик имаат и повисок принос. Исто така, било поставувано и прашањето како да се избере портфолио со најнизок можен ризик за зададена вредност на принос. Генерално, модерната портфолио теорија на Марковиц дава одговори на овие прашања, а подетално ќе биде разгледана во наредните точки од овој дел на трудот.

2.1.1 Ефикасност на пазарите на капитал

Цените на хартиите од вредност секојдневно растат и паѓаат. Тое не се должи само на зависноста од побарувачката и понудата за тие хартии од вредност. Овие растови и падови се резултат на некои надворешни влијанија, односно, како цената на една хартија од вредност е во зависност од информациите што се вбризгуваат на пазарот како на пример: растот на приходите на една компанија за даден период, промената на менаџментот на компанијата итн., или со други зборови, ефикасноста на пазарите на капитал. Во продолжение, се разгледуваат главните аспекти кои ја одредуваат ефикасноста на пазарите на капитал.

2.1.1.1 Теорија за ефикасен пазар

Оваа теорија се базира на претпоставката дека на пазарот на капитал и поради брзото прилагодување на цената на новите информации, тековната цена на акцијата целосно ги рефлектира расположливите информации. Поради тоа, цената на акцијата во кој и да било временски период треба да ги рефлектира сите тековно расположливи информации, вклучувајќи го и ризикот од поседувањето на конкретниот тип на акција²¹. Хипотезата за ефикасен пазар има импликации како за инвеститорите така и за самите компании и нивната цена на акциите. Во случај кога цената ги инкорпорира во себе сите расположливи информации, инвеститорите можат да очекуваат да остварат само нормална стапка на принос. Тоа резултира оттаму што цената на акцијата веќе се има адаптирано пред инвеститорите да превземат каков и да било потег. Односно, тековната цена на акцијата треба да му ја овозможи на инвеститорот онаа стапка на принос која што е конзистентна на ризикот инволвиран во акцијата.

Теоријата на ефикасен пазар се базира на три појави:

- Рационалност
- Ирационалност
- Арбитража

Теоријата за ефикасен пазар поаѓа од претпоставката дека сите инвеститори се однесуваат рационално, односно по инволвирањето на нова информација на пазарот, прилагодувањата на цените на акциите се рационални. На пр. доколку една компанија има 30% пораст на приходите од продажба, рационално однесување би било да има поголема побарувачка за акциите на таа компанија, односно би се очекувало и раст на цената на акцијата на таа компанија.

Теоријата за ефикасен пазар се базира и на претпоставката за постоење на спротивни ирационални однесувања на инвеститорите, ирационално оптимистичко односно ирационално песимистичко однесување. Постоењето на голем број на инвеститори на двете страни, ќе услови цената на акцијата да се движи на начин

²¹ Fama E.F.: "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work", Journal of Finance 25, no.2, May 1970

конзистентен како при ефикасниот пазар што не е и случај било да преовладуваат на пазарот инвеститори со песимистички или оптимистички став што ќе услови помали, односно поголеми промени кај цените, гледано респективно, отколку при пазарната ефикасност.

Арбитражата како услов за постоење на ефикасен пазар на капитал се јавува кога постои неусогласеност на цената со вредноста на акцијата, така што преку купопродажни трансакции на различни, но акции кои се меѓусебни супститути, цената на акциите ќе го достигне нивото на ефикасни цени.

Исто така, ефикасноста на пазарот на капитал може да се разгледува од три аспекта: алокациона ефикасност, оперативна ефикасност и информациона ефикасност на пазарот.

Алокациона ефикасност на пазарот на капитал подразбира дека пазарот ги алоцира финансиските средства кај компаниите кои ветуваат најефикасни инвестициони проекти. Оперативната ефикасност се однесува на минимизирање на трошоците на трансфер на инвестиционите фондови меѓу штедачите и заемокорисниците кој трансфер се врши преку пазарот. Информационата ефикасност се однесува на способноста на пазарот брзо и целосно да ги инкорпорира релевантните информации во цените на финансиските средства.

Расположливите информации на пазарот се класифицираат во три групи и тоа:

- Информации кои се базираат на движењето од минатото
- Јавно расположливи информации
- Сите информации, јавни и приватни

Тргувајќи од ваквата поделба на информациите Фама генералната хипотеза за ефикасноста на пазарот ја разделува на три потхипотези:

1. Слаба ефикасност на пазарот на капитал
2. Средна ефикасност на пазарот на капитал
3. Силна ефикасност на пазарот на капитал

Кога цената на акцијата се заснова исклучиво врз информации од минатото, тогаш постои слаба форма на ефикасност на пазарот на капитал. Ваквата форма на

ефикасност на пазарот произлегува од фактот дека овие информации се лесно достапни за секого и информациите за цената на акцијата од изминатиот период се целосно инкорпорирани во тековната цена на акцијата, а математички е претставено во следниот облик:

$$P_i = P_{t-1} + r_i + \delta_i$$

Каде што:

P_{t-1} - Цената на акцијата во изминатиот период

r_i - Очекувана стапка на враќање

δ_i - Случајна грешка

Средната форма на ефикасност на пазарот имплицира дека тековните пазарни цени во себе ги имаат инкорпорирани сите расположливи јавни информации (цените на акциите од изминатиот период, обемот на тргување, стапката на враќање, стапката на дивиденда, односот помеѓу цената и заработувачката по акција и сл. Оттука, инвеститорите кои би донесувале одлуки врз основа на информации кои се веќе јавно расположливи исто така не можат да остварат надпросечна добивка од нивните купопродажни трансакции.

Силната форма на ефикасност на пазарот подразбира дека цените на акциите целосно ги рефлектираат сите расположливи информации јавни и приватни (кои што информации не се се уште достапни за пошироката јавност). Оваа хипотеза подразбира дека не постојат инвеститори кои би можеле да имаат ексклузивен пристап до одредени информации кои се релевантни за формирање на цената. Постојат повеќе анализи кои се однесуваат за ваквиот тип на ефикасност кои се одвиваат во насока на утврдување дали постои некоја група на инвеститори кои континуирано остваруваат натпросечни добивки, што е резултат од постоење пристап било до приватни информации или до јавни информации пред тие да

станат достапни за секого²². Четири групи на инвеститори се предмет на овие анализи:

- 1) Портфолио менаџери
- 2) Инвестиционите советници
- 3) Берзански (пазарни) експерти
- 4) Корпоративни инсајдери

Портфолио менаџерите претставуваат високо обучени лица со ангажман во инвестициониот менаџмент. Со своите детални анализи тие се во можност да вршат купопродажни трансакции преку кои стекнуваат натпросечни приноси односно резултати. Ваквите портфолио менаџери ги среќаваме кај сите видови на институционални инвеститори, односно инвестиционите фондови, пензиските фондови, банките, осигурителните компании и слично.

Втората целна група на анализа се инвестиционите советници (аналитичари). Тоа се аналитичари кои врз основа на свои анализи можат да “изберат” акции чија што вредност е потценета и со понатамошните совети кон своите клиенти во врска со ова, постои можност за остварување на натпросечни резултати. За разлика од кај нас, во развиените заподноевропски земји и пред се во САД, овие инвестициони советници имаат голем број на клиенти и многубројните анализи покажуваат дека токму овие професионалци остваруваат натпросечни приноси.

На берзанските експерти врз основа на постоење на информации им е овозможено остварување натпросечна стапка на враќање. За тоа говорат и податоците објавени во статија на The World Street Journal во која е дадено дека берзанските експерти кои во поголема мера тргуваат и како дилери (во свое име и за своја сметка) во 2000 година оствариле стапка на принос од 26%²³.

Корпоративните инсајдери се лица кои што имаат достапност на информации внатре во компанијата. Тука спаѓаат членовите на менаџментот и одборот на директори и поголемите акционери. Поради можноста за достапност на

²² Reilly K.F., Brown C.K. (2002): “Investment analysis and portfolio management”, 7th edition, Harcourt College Publisher. стр.194.

²³ Greg I., “If Big Board Specialists are an anachronism, they’re a profitable one”, The Wall Street Journal, 12 March, 2001

информации од “прва рака” овие инсајдери константно остваруваат натпросечни резултати, особено при купувањето на акции од сопствената компанија односно компанијата во која работат. Таквите трансакции претходат кога постојат сознанија за престоен висок пораст на цената на акцијата, а со тоа и можност за остварување на високи капитални добивки од акциите на сопствената компанија. Тоа секако доведува до намалување на ефикасноста на пазарот поради нееднаква положба на сите останати инвеститори.

2.2 Портфолио теоријата на Марковиц

Портфолио теоријата на Марковиц или модерната портфолио теорија е математичка формулација за концептот на диверзификација при инвестирањето со цел прибирање на збир од инвестициски средства кои би го намалиле или минимизирале ризикот од инвестирање, односно би се постигнало релативно низок ризик отколку постоечкиот кога е во прашање еден вид на инвестициско средство. Ова е возможно, како во теоријата така и во праксата, бидејќи различни видови на инвестициски средства имаат различна вредност во даден период. На пример: Кога цените на акциите паѓаат, цените на обврзниците обично растат и обратно. Збирот на двата типа на инвестициски средства (акции и обврзници) би го намалило ризикот во овој случај, за разлика од ризикот кој би бил присутен кога би се инвестирало само во едно инвестициско средство (само во акции или само во обврзници).

Технички кажано, модерната портфолио теорија создава принос на инвестициското средство како нормално дистрибуирана вариабла, го дефинира ризикот како стандардна девијација на приносот и креира просечно портфолио (комбинација на инвестициски средства) така што приносот на портфолиото е просечна комбинација на инвестираните средства. Со комбинација на различни средства чиј што принос не координира, оваа теорија настојува да ја минимизира севкупната варијација (веројатност) на портфолиото. Во користењето на оваа теорија се претпоставува дека инвеститорите се рационални и пазарите се ефикасни.

Модерната портфолио теорија настанува околу 1950 година и оттогаш наваму многу теоретски, но и практични критицизми се создадоа пред сè поради фактот дека финансиските приноси не ја следат нормалната дистрибуција и дека коорелациите помеѓу средствата не се фиксни туку варираат во зависност од надворешните фактори (пред се, во време на финансиски кризи). Исто така постои и доказ дека се повеќе инвеститорите не се рационални, а пазарите не се ефикасни. Harry Markowitz издаде еден свој осврт во колумна во 1952 за модерната портфолио теорија, а потоа напиша и книга во 1959 година.

Основниот концепт кои стои зад модерната портфолио теорија е дека средствата во едно инвестициско портфолио не можат да се изберат индивидуално, секое врз основа на сопствените карактеристики. Исто така, многу е битно да се забележи како промената на цената на секое од инвестициските средства влијае врз промената на цената на едно од инвестициските средства. Инвестирањето е еден вид на трговија помеѓу ризикот и приносот. Генерално, средствата со повисок ризик имаат и повисок принос. За зададена вредност на ризик, модерната портфолио теорија опишува како да се избере портфолио со највисок можен принос. Или за зададена вредност на принос, модерната портфолио теорија опишува како да се избере портфолио со најнизок можен ризик²⁴. Модерната портфолио теорија е еден вид форма на диверзификација. Под одредени претпоставки и за одредени квантитативни дефиниции на ризик и принос, модерната портфолио теорија објаснува како да се пронајде најдобрата стратегија за диверзификација.

Со модерната портфолио теорија се претпоставува дека инвеститорите имаат аверзија кон ризикот, односно доколку постојат две портфолија кои нудат ист очекуван принос, инвеститорите ќе го изберат помалку ризичното портфолио. Тоа значи дека инвеститорите ќе превземат повисок ризик само доколку се очекува повисок принос. Согласно на ова, инвеститорите кои посакуваат висок очекуван принос мора да прифатат повисок ризик. Импликациите кои следат укажуваат дека “рационален” инвеститор нема да инвестира во портфолио, доколку постои друго портфолио кое нуди повисок принос за истото ниво на ризик.

²⁴ Edwin J. Elton and Martin J. Gruber, "Modern portfolio theory, 1950 to date", *Journal of Banking & Finance* 21 (1997) 1743-1759

Овој теорија подразбира дека:

- Приносот на портфолиото е пропорционално пондерирана комбинација од избраните приноси на инвестиционите средства
- Волатилноста на портфолиото претставува функција од корелациите ρ_{ij} на средствата, за паровите (i, j)

Генерално гледано:

- Очекуваниот принос

$$E(R_p) = \sum w_i E(R_i)$$

Каде што:

R_p - приносот на портфолиото

R_i – принос на инвестиционото средство i

W_i – делот од инвестиционото средство во портфолиото

- Варијанса на приносот на портфолиото

$$\sigma_p^2 = \sum w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_i \sum_{j \neq i} w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}$$

Каде што:

ρ_{ij} – коефициент на корелација помеѓу приносите на средствата i и j

- Волатилност на приносот на портфолиото (стандардна девијација)

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2}$$

За портфолио со две инвестициски средства

- Принос на портфолиото: $E(R_p) = w_A E(R_A) + w_B E(R_B) = w_A E(R_A) + (1 - w_A) E(R_B)$.
- Варијанса на портфолиото: $\sigma_p^2 = w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2w_A w_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB}$

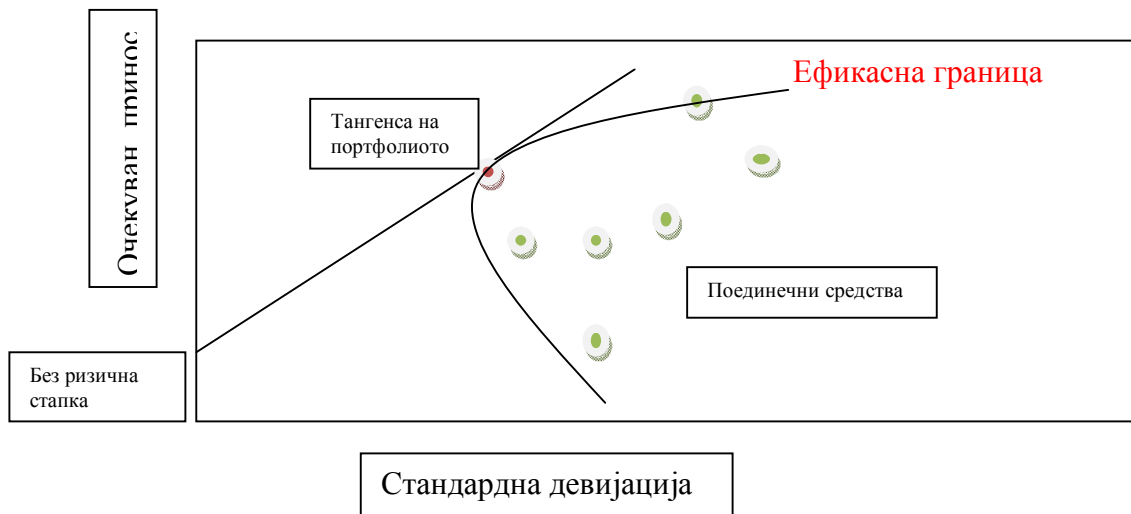
За портфолио со три инвестициски средства:

- Принос на портфолиото: $w_A E(R_A) + w_B E(R_B) + w_C E(R_C)$
- Варијанса на портфолиото: $\sigma_p^2 = w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + w_C^2 \sigma_C^2 + 2w_A w_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB} + 2w_A w_C \sigma_A \sigma_C \rho_{AC} + 2w_B w_C \sigma_B \sigma_C \rho_{BC}$

Инвеститорите можат да го редуцираат ризикот на портфолиото со чување на неколку инструменти кои што не се со позитивна корелација (коефициент на корелација $-1 \leq \rho_{ij} < 1$). Со други зборови, инвеститорите можат да ја редуцираат нивната изложеност кон конкретно инвестициско средство со чување на диверзифицирано портфолио сочинето од најразлични инвестициони средства. Диверзификацијата може да обезбеди за исто портфолио, очекуван принос со редуциран ризик. Доколку сите парови на инвестициони средства имаат корелација 0, тогаш тие се перфектно “неповрзани”.

Како што е прикажано на приказот 2.1, секоја можна комбинација на ризични средства, без да се вклучат “чувањата” на безризичните средства, можат да се заплеткаат во ризик-простор на очекуван принос и колекцијата на такви можни портфолија ја дефинира областа во овој простор. Левата граница од оваа област е хипербола и горниот крај на овој простор е т.н ефикасна граница во отсуство на безризично средство (некогаш се вика “куршумот на Марковиц”). Комбинациите кои се однесуваат на горниот крај претставуваат портфолија (кои што не вклучуваат чувања на безризични средства) за кои постои најнизок ризик за зададено ниво на очекуван принос. Еквивалентно на ова, портфолиото кое што лежи на ефикасната граница претставува комбинација која што нуди најдобар можен очекуван принос за зададено ниво на ризик.

Приказ 2.1 Ефикасна граница без безризично средство



Извор: Merton, R.: "An analytic derivation of the efficient portfolio frontier," Journal of Financial and Quantitative Analysis 7, September 1972,

2.2.1 Ефикасни или оптимални портфолија

Ефикасно портфолио е она кое што “лежи на ефикасната граница”. Ефикасното портфолио обезбедува најнизок можен степен на ризик за зададено ниво на очекуван принос. Доколку портфолиото е ефикасно, во тој случај не е возможно да се конструира портфолио со исто или подобро ниво на очекуван принос и пониска волатилност. Ефикасното портфолио, исто така, обезбедува најдобри приноси кои што можат да се постигнат за зададено ниво на ризик. Доколку портфолиото е ефикасно, не е возможно да се изгради портфолио со повисок очекуван принос и исто или пониско ниво на волатилност со хартиите од вредност достапни на пазарот на капитал, исклучувајќи ги безризичните средства. Имајќи го ова во предвид, инвеститорот конструира портфолио кое ќе лежи на SML линијата.

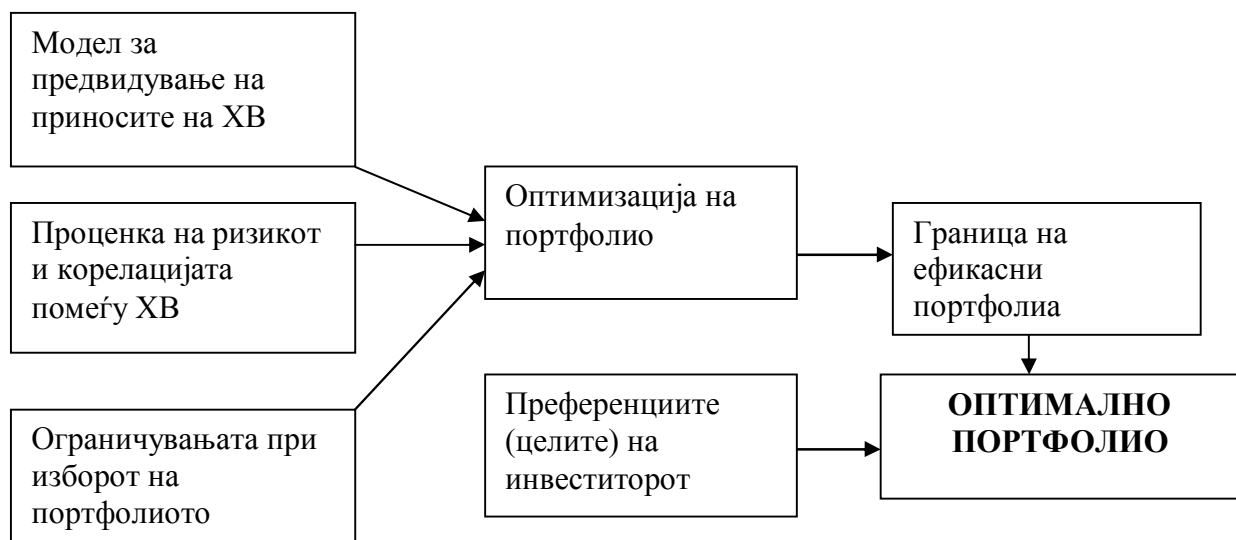
Пазарното портфолио е ефикасно портфолио, и неговите ризици и приноси се оние каде што SML линијата ја допира ефикасната граница.

2.2.2 Процес за избор на оптимално портфолио

Harry Markowitz вовеле нов концепт на квантитативен финансиски менаџмент кој подоцна прерасна во основа на модерната портфолио теорија. Имено, Markowitz го квантифицира добро познатиот концепт на диверзификација на ризикот преку анализа на коваријансата и корелацијата помеѓу хартиите од вредност. Притоа, во овие анализи, различните средства се анализираат од аспект на нивниот придонес во диверзификацијата на вкупниот ризик на портфолиото а не од аспект на нивните индивидуални карактеристики.

Ваквиот концепт го свртува вниманието на инвеститорите од изборот на соодветни хартии од вредност, кон избор на соодветно портфолио, кое максимално ќе ги искористува користите од диверзификацијата. Во такви услови, инвеститорите треба да ги базираат своите инвестициони одлуки на односот помеѓу ризикот и приносот на соодветните портфолија, односно за соодветно ниво на принос да го изберат она портфолио, од сетот на можни портфолија, кое ќе има најмал ризик или за дадено ниво на ризик да го изберат она портфолио кое ќе има најголем принос. Притоа, сетот на сите вака дефинирани ефикасни портфолија се нарекува граница на ефикасни портфолија.

Приказ 2.2 Процесот на избор на оптимално портфолио



Извор: Frank J. Fabozzi, Francis Gupta, and Harry M. Markowitz, "The Legacy of Modern Portfolio Theory," Journal of Investing (Fall 2002), p. 8.

Процесот за идентификување на оптималното портфолио започнува со дефинирање на модел за предвидување на идните приноси на хартиите од вредност или средствата кои се анализираат како потенцијали инвестициони можности. Следна фаза од процесот е пресметка на соодветните параметри за ризикот поврзан со приносите на хартиите од вредност (варијансата на приносите) и коефициентот на корелација и коваријансата на приносите на одделните хартии од вредност. Понатаму следува дефинирање на соодветните ограничувања при изборот на портфолио. Тука влегуваат: дефинирање на можноста одредена хартија од вредност да влезе во портфолијото со негативен пондер, што всушност би значело завземање на кратка позиција во однос на таа хартија од вредност, дефинирање на максималното и минималното учество на одреден тип на хартии од вредност во портфолиото и сл. Ова покрај од преференциите на инвеститорот, зависи и од локалната регулатива. Вака дефинираните влезни големини се користат во математичките модели за оптимизација за дефинирање на сетот на оптимални портфолија за различни новаа на принос или ризик со цел да се изведе границата на ефикасни портфолија. Потоа, инвеститорот избира портфолио од сетот на оптимални портфолија кое најдобро ги задоволува неговите преференции.

2.3 Модели на вреднување на капиталните средства

2.3.1 Теорија на пазар на капитал

Теоријата за пазарот на капитал е всушност дополние на портфолио теоријата на Markowitz. Врз основа на претпоставките на оваа теорија произлегува моделот CAPM (Capital asset pricing model) кој пак овозможува детерминирање на бараната стапка на принос на кое и да било ризично средство. Подетално за овој модел, авторот ќе се осврне во следната точка од оваа глава.

Reilly K.F и Brown C.K²⁵ имаат поставено неколку претпоставки врз база на кои се однесува теоријата за пазарот на капитал, а тоа се следните:

1. Секој инвеститор се смета за ефикасен инвеститор доколку се наоѓа на маргината на ефикасност

²⁵ Reilly K.F., Brown C.K, цитиран труд, стр.239

2. Сите инвеститори имаат исти очекувања, односно исти проценки на очекуваните стапки на принос
3. Сите инвеститори имаат идентичен временски период
4. Сите инвестиции се бесконечно деливи, односно постои можност да се продаде или купи колкав и да било дел од некое средство или портфолио (ликвидност)
5. Трошоците за трансакциите при купување или продавање на средствата, како и даноците не се земени во предвид
6. Не постои инфлација или промена на каматната стапка

Многу од ваквите претпоставки се нереални кога станува збор за пазарот на капитал, но се зема во предвид дека валидноста на една теорија не се оценува врз основа на валидноста на нејзините претпоставки, туку врз нејзината можност да помогне во предвидување и објаснување на дејствувањето на реалниот свет.

Теоријата на пазарот на капитал настанува со вклучување на концептот на безризично средство во економијата. Ваквата заслуга му се препишува на William Sharpe, кој токму за ова има добиено и Нобелова награда за Економија²⁶. Идејата на Sharpe била, преку проширување на портфолио теоријата со воведување на безризично средство, да се утврдат ефектите врз стапката на принос и ризикот од комбинирање на безризично средство со ризично портфолио на ефикасната маргина (граница) на Markowitz.

Ако се земе во предвид дека стапката на враќање за безризичното средство претставува безризичната стапка на враќање (R_{fr}), тогаш кај теоријата на пазар на капитал, очекуваната стапка на принос на портфолиото се пресметува на начин што очекуваната стапка на принос се јавува како пондерирана аритметичка средина од безризично средство и ризично портфолио.

$$E(R_{port}) = w_{rf} R_{fr} + (1-w_{rf}) E(R_i)$$

²⁶ William Sharpe: "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", 2nd edition, Prentice Hall, стр.38.

Каде што:

- W_{rf} - Учество на безризично средство во вкупното портфолио
- R_{rf} - Безризична стапка на враќање
- $E(R_i)$ - Очекувана стапка на враќање на ризично портфолио

Поради фактот дека кај безризичното средство не постои неизвесност од остварувањето на очекуваната стапка на принос, неговата стандардна девијација (варијанса) σ_{rf} добива вредност нула. Оттука и нулта вредност на коваријансата Cov_{ij} и коефициентот на корелација rij помеѓу безризичното средство и ризичното портфолио. Поаѓајќи од равенството за определување на варијансата (стандардната девијација) при портфолио теоријата, варијансата како мерка за ризикот при теоријата на пазар на капитал ќе биде детерминирана како:

$$\sigma_{port}^2 = (1 - w_{rf})^2 \sigma_i^2$$

А стандардната девијација:

$$\sigma_{port} = (1 - w_{rf}) \sigma_i$$

каде што:

- σ_i - стандардна девијација на ризично портфолио i

Од горните равенства може да се заклучи дека стапката на принос на портфолиото претставува линеарна функција, варијансата (стандардната девијација) на портфолиото е детерминирана од ризичноста на ризичното портфолио со оглед на тоа што безризичното средство има стандардна девијација еднава на нула, и стандардната девијација на портфолиото кое во себе вклучува и безризично средство е во линеарна зависност од стандардната девијација на ризичното портфолио.

Под поимот пазарно портфолио се подразбира портфолио кое во себе ги содржи сите ризични средства кои постојат на пазарот на капитал: акции, обврзници, пари, финансиски деривати, недвижности и слично. “Доколку постои ризично средство кое не е содржано во ова портфолио во кое сака да инвестира секој инвеститор, за него нема да постои побарувачка и оттаму не ќе може да се вреднува²⁷” Учеството на ризичните средства во пазарното портфолио ќе биде сразмерно на учеството на нивната пазарна вредност во вкупната вредност на пазарното портфолио. Бидејќи пазарното портфолио ги содржи сите ризични средства, тоа во исто време претставува и целосно диверзифицирано портфолио. Пазарното портфолио во услови на еквилибриум на пазарот на капитал претставува портфолио во кое секој инвеститор сака да вложи, бидејќи се работи за портфолио со највисоки перформанси. Но, во случај кога постојат инвеститори кои преферираат повисок ризик во компензација за повисока стапка на принос од она кај пазарното портфолио, тоа можат да го сторат инвестирајќи во портфолија кои се наоѓаат на повисока позиција од пазарното портфолио и вложувајќи дополнителна сума на пари во пазарното портфолио која што сума е позајмена по безризична стапка на принос. Тоа всушност значи зголемување на финансискиот леверџ, а оттаму и финансискиот ризик на пазарното портфолио. Спротивно, доколку се работи за инвеститори со аверзија спрема ризикот, дел од своите слободни парични средства ги вложуваат во пазарното портфолио, а остатокот го позајмуваат на пазарот на капитал по безризична стапка на принос, поради остварување на помал ризик.

2.3.2 Модел за вреднување на капиталните средства (CAPM)

Моделот за вреднување на капиталните средства (CAPM) е центрум на модерната финансиска економија. Овој модел обезбедува прецизна претпоставка за поврзаноста помеѓу ризикот на инвестиционото средство и очекуваната стапка на враќање. Оваа поврзаност пак, од друга страна овозможува две витални функции. Првата е дека обезбедува стапка на принос за вреднување на детерминирани инвестициони средства. На пример, ако анализираме акции, тогаш би можеле да се

²⁷ William F. Sharpe: “цитиран труд”, стр.22.

заинтересиравме дали очекуваната стапка на принос за таа конкретна акција е помалку или повеќе “фер” во однос на ризикот кој го превземаме. Втората поврзаност е дека овој модел ни помага да креираме т.н образовна (научна) претпоставка за очекуваната стапка на враќање на даденото инвестиционо средство кое што се уште не е тргувано на пазарот на капитал. На пример, како ја вреднуваме иницијалната јавна понуда на акции? Како новиот инвестиционен проект ќе се одрази врз акцијата на компанијата? Иако, CAPM не опфаќа научни тестирања, тој е многу широко употребуван поради длабинската анализа која ја обезбедува и во исто време и точноста која ја креира за околу прашањата во врска со превземаниот ризик и стапката на враќање на инвестицијата.

CAPM моделот е всушност збир на претпоставки во врска со очекуваните стапки на враќање кај ризичните средства. Веќе споменавме дека Harry Markowitz ја имаше поствено формулацијата (основата) на модерниот портфолио менаџмент во 1952 година. CAPM моделот беше создаден 12 години подоцна од страна на William Sharpe, John Lintner и Jan Mossin. Овој модел истотака, ја зема во предвид сензитивноста на недиверзифицираниот ризик (познат како систематски или пазарен ризик) презентира од страна на бета, како и очекуваната стапка на враќање на пазарот и на теоретски неризичното инвестиционо средство.

За одделни хартии од вредност (акции) ја употребуваме линијата на пазарот на хартии од вредност (SML-security market line) и нејзината поврзаност со очекуваната стапка на враќање и ситематскиот ризик (бета), да покажеме како пазарот ги вреднува одредените хартии од вредност во врска со нивните ризици. SML ни овозможува да го пресметаме коефициентот на ризикот за било која хартија од вредност во однос на целокупниот пазар. Така што, кога очекуваната стапка на враќање на било која хартија од вредност е намалена од нејзиниот бета коефициент, коефициентот на ризикот за било која хартија од вредност на пазарот е еднаква на пазарниот коефициент на ризик за било која хартија од вредност, па така имаме:

$$\frac{E(R_i) - R_f}{\beta_i} = E(R_m) - R_f$$

Коефициентот на пазарен ризик е всушност премиумот за пазарниот ризик и со решавање на горното равенство за $E(R_i)$, го добиваме CAPM моделот:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m)) - R_f$$

Каде што:

$E(R_i)$ -бараната стапка на враќање на инвестиционото средство

R_f - безризична камата (како што е случај со државните обврзници кои ги издава и гарантира државата)

β_i -бета коефициент или сензитивноста на стапката на враќање на инвестиционото средство и стапката на враќање на пазарот во целина или:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

$E(R_m)$ - очекуваната стапка на враќање на пазарот

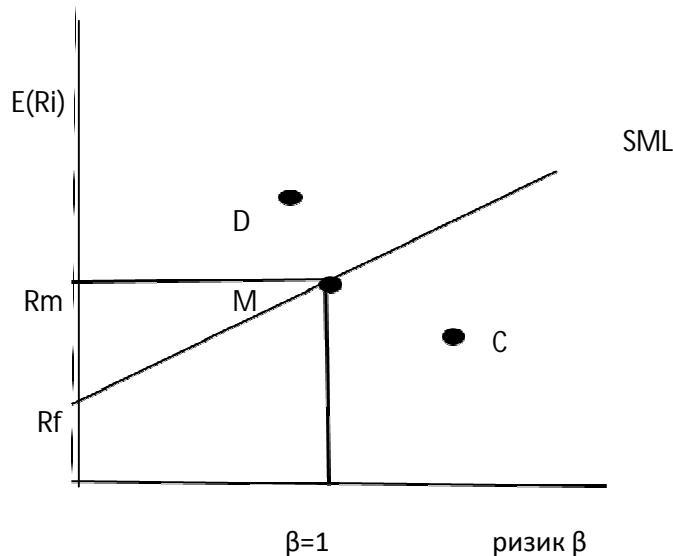
$E(R_m) - R_f$ - пазарен премиум или премиум за ризик (разлика помеѓу очекуваната стапка на враќање на пазарот и безризичната стапка на враќање).

Може да се заклучи дека бета коефициентот има централно место во овој модел на вреднување на средствата. Овој коефициент претставува мерка за системскиот ризик како единствен релевантен ризик при диверзифицирано портфолио. Оттаму, неговата вредност ја имплицира ризичноста на конкретно средство i во однос на пазарното портфолио. Вредноста на бета коефициентот е позитивна и се движи над или под +1. Може да се случи да има и вредност +1 кога варијабилноста (ризичноста) на хартијата од вредност е еквивалентна на пазарното портфолио, кое има бета коефициент +1.

Исто така од горното равенство може да се заклучи дека постои линеарна зависност помеѓу бараната (очекуваната) стапка на враќање и ризикот (системскиот ризик β), поради што повисок ризик ќе услови и повисока барана стапка на враќање. Графичката презентација на ваквата зависност претставува линеарна функција (Види графикон 2.1) позната како линија на пазарот на хартии од вредност (Security market line) која “ги рефлектира можните комбинации помеѓу

ризикот и приносот на сите ризични средства на пазарот на капитал во дадено време²⁸,

Графикон 2.1. Кривата на зависност помеѓу стапката на враќање и системскиот (бета) ризик



Извор: Reilly K.F., Brown C.K, цитиран труд, стр.249

Во случај на постоење на еквилибриум на пазарот на капитал, односно кога сите инвеститори располагаат со сите расположливи информации, сите средства или портфолија би требало да лежат на SML. Тоа всушност подразбира дека средствата имаат вредност при која нивната проценета стапка на принос или estimated rate of return е конзистентна на нивото на системски ризик и постоење на еквивалентност помеѓу проценетата очекувана и бараната стапка на принос. Во спротивен случај, кога пазарот не е совршен, средствата би можеле да имаат проценета ии потценета вредност. Имено, доколку проценетата очекувана стапка е над бараната стапка (точка D во графикон 2.1), вредноста на средството би била потценета и обратно, преценета (точка C во графикон 2.1), доколку очекуваната стапка е под бараната стапка на враќање. Од односот помеѓу овие две стапки ќе зависи и каква одлука ќе биде донесена. Имено, доколку станува збор за потценета вредност на средството пожелно е да се донесе одлука за купување, а кога вредноста е преценета, пожелно е да се донесе одлука за негова продажба.

²⁸ Reilly K.F., Brown C.K, цитиран труд, стр.23

2.3.3 Теорија на арбитражно вреднување

Теоријата на арбитражно вреднување (Arbitrage Pricing Theory), или ТАВ, опишува еден механизам користен од инвеститорите со цел да идентификуваат некое инвестиционо средство како на пример акција, која што е погрешно вреднувана. Инвеститорите, можат да ја сменат цената на акцијата и да ја вратат на нејзината вистинска вредност. Основачот на оваа теорија, Stephen Ross во 1976 година, објаснува дека приносот на акцијата мора да следи една едноставна поврзаност која што се согледува во формулата на ТАВ:

Очекуван принос = $r_f + b_1 \times (\text{фактор } 1) + b_2 \times (\text{фактор } 2) \dots + b_n \times (\text{фактор } n)$

Каде што,

r_f – безризична каматна стапка, која што инвеститорот ја добива од безризичната инвестиција. За пресметките во американски долари се земаат во предвид каматните стапки на американските T-bills, додека за пресметките во евра, се земаат германските државни записи.

b – сензитивноста на акцијата или хартијата од вредност кон секој фактор

фактор – премијата за ризик поврзана со секој фактор

Овој модел исто така, покажува дека премијата за ризик на една акција зависи од два фактори:

- премиите за ризик поврзани со секој од факторите,
- сензитивноста на акцијата кон секој од факторите, слично на бета концептот

Премија за ризик = $r - r_f = b(1) \times (r_{\text{фактор}(1)} - r_f) + b(2) \times (r_{\text{фактор}(2)} - r_f) \dots + b(n) \times (r_{\text{фактор}(n)} - r_f)$

Доколку очекуваната премија за ризик на една акција е пониска од пресметаната премија за ризик според горенаведената формула, тогаш, инвеститорите би требало да ја продадат акцијата. Доколку премијата за ризик е повисока, тогаш, инвеститорите би требало да ја купат акцијата, додека двете страни на равенката се

урамнотежат. Арбитражата е терминот користен да се опише како инвеститорите треба да ја користат оваа формула, или равенка, во урамнотеженост или баланс.

Една работа е да се опише теоријата на арбитражно вреднување преку формула, но друга работа е да се идентификуваат факторите кои се користат во теоријата. Тоа е така, е затоа што, теоријата не му “кажува” на инвеститорот кои се тие фактори кои треба да се земат во предвид за конкретната акција или инвестиционо средство. Всушност, ТАВ остава на инвеститорот или аналитичарот да ги идентификува секој од факторите за поединечното инвестиционо средство. Така, на инвеститорот му преостанува предизвикот да идентификува три работи:

- секој од факторите кои влијаат врз конкретната акција
- очекуваните приноси за секој од овие фактори
- сензитивноста на акцијата кон секој од овие фактори

Идентификацијата и квантификацијата на секој од овие фактори не е без значајна и споредна работа, и тоа е една од причините зошто моделот за вреднување на капиталните средства (CAPM) останува доминантен во делот на објаснувањето на поврзаноста помеѓу ризикот и приносот на една акција.

Имајќи го во предвид бројот на акциите и сензитивноста на акциите кон секој од овие фактори, Ross ги идентификуваше следните макро економски фактори кои играа значителна улога во објаснувањето на приносот на акциите:

- Инфлација
- Бруто национален производ
- Довербата на инвеститорите
- Промени во кривата на принос

2.3.4 Теоријата на арбитражно вреднување наспроти моделот за вреднување на капиталните средства

Теоријата на арбитражно вреднување и моделот за вреднување на капиталните средства се двете највлијателни теории за вреднувањето на акциите и инвестициските средства денес. Теоријата на арбитражно вреднување е различна

од моделот за вреднување на капиталните средства во поглед на тоа дека е помалку ограничувачка во нејзините претпоставки. ТАВ му дава поголема слобода на инвеститорот да изгради модел кој што ќе го објасни приносот од конкретното инвестициско средство. Интуитивно, ТАВ има повеќе смисла затоа што ги отстранува ограничувањата на моделот за вреднување на капиталните средства, и во основа дефинира “Очекуваниот принос од некое инвестициско средство е функција од повеќе фактори како и сензитивност на акцијата или инвестициското средство кон овие фактори”. Доколку се отстранат овие фактори, ќе се смени и очекуваниот принос на инвестициското средство, а со тоа и вреднувањето на инвеститорот.

Кај моделот за вреднување на капиталните средства, очекуваниот принос на акцијата или инвестициското средство може да се опише со движењето на акцијата поврзано со остатокот од пазарот на капитал. Моделот за вреднување на капиталните средства е едноставна верзија на теоријата на арбитражно вреднување, каде што единствениот фактор кој што се зема во предвид е ризикот од конкретната акција поврзан со остатокот од пазарот, карактеризиран како бета.

Од практична гледна точка, моделот за вреднување на капиталните средства останува доминантен модел за вреднување кој што се користи денес. Кога ќе се спореди со теоријата на арбитражно вреднување, моделот за вреднување на капиталните средства е релативно едноставен за пресметување.

ГЛАВА 3

Процес на портфолио менаџментот

Инвестициониот процес ја објаснува процедурата како инвеститорот треба да постапи кога ја донесува одлуката која се однесува на тоа кои хартии од вредност да бидат избрани како дел од портфолиото. Исто така, се зема во предвид на каков рок ќе бидат инвестициите и временскиот период кога треба истите да се направат односно да се вложи. Постои процедура од пет чекори која попрегледно ги разгледува овие одлуки во процесот на портфолио менаџментот, и тоа: поставување на инвестициона политика, анализа на хартиите од вредност, правење на портфолио конструкција, ревизија на портфолиото и евалуација на перформансите на портфолиото.

3.1 Инвестициона политика

Иницијалниот чекор, поставување на **инвестициона политика**, вклучува одредување на целите на инвеститорот како и големината на неговото/нејзиното инвестиционо очекување. Она што е правилно за еден инвеститор во оваа ситуација или етапа, е да изјави дека целта е да се обиде да направи многу пари додека ги препознава ризиците кои што доведуваат до губење на многу пари²⁹. Инвестиционите цели треба да бидат поставени во рамките на ризикот и приносот.

Овој чекор во инвестициониот процес се однесува на идентификација на потенцијалните категории на финансиски средства за конструирање на портфолиото. Оваа идентификација ќе биде базирана, помеѓу другото, на инвестиционите цели, големината на инвестиционото богатство, како и даночниот статус на инвеститорот. Инвестиционата политика е почетен и многу битен дел во инвестициониот процес. Во нашата земја, инвестиционите фондови задолжително бараат од клиентите да се потпишат на т.н изјава за инвестициона политика каде

²⁹ William F. Sharpe, Gordon J. Alexander and Jeffery V. Bailey: цитиран труд, стр.11

што се дефинирани сите овие цели и ставови по кои што треба да се придржува портфолио менаџерот.

3.2 Анализа на хартиите од вредност

Вториот чекор во инвестициониот процес е **анализа на хартиите од вредност**. Ова подразбира проучување, разгледување на неколку групи на хартии од вредност во корелација со финансиските средства кои што претходно се дефинирани. Една од причините за ова разгледување е да се идентификуваат оние хартии од вредност кои што моментно се потценети. Воглавно, повеќето од овие приоди се темелат на една или две класификации. Првата класификација е позната како **техничка анализа**. Аналитичарите кои го употребуваат овој приод се познати како техничари или технички аналитичари. Втората класификација е позната како **фундаментална анализа**, а оние кои што ја користат, се познати како фундаменталисти или фундаментални аналитичари. Овие две класификации на анализи кои што се користат, подетално ќе бидат разгледани во наредните точки на оваа глава од трудот.

3.3 Конструкција на портфолиото

Третиот чекор во инвестициониот процес, **конструкција или конструирање на портфолиото**, содржи идентификација на конкретните хартии од вредност во кои што ќе биде инвестирано, како и идентификацијата на количината која што како дел од инвестиционото изобилие ќе биде вметната во конкретната хартија од вредност. Тука спаѓаат и прашањата на селективност, времетраење и диверзификација кои што треба да бидат одредени од страна на инвеститорот. **Селективноста (Selectivity)**, позната како микро предвидување, се однесува на анализа на хартиите од вредност и се фокусира на предвидувањето на ценовните движења на поединечни хартии од вредност. **Времетраењето (Timing)**, познато како макро предвидување, вклучува предвидување на ценовните движења во корелација со хартиите од вредност кои што носат фиксна заработка, како што се корпоративните обврзници или државните и благајничките записи.

Диверзификацијата вклучува конструирање на инвестиционото портфолио со минимизирање на ризикот, предмет на доста критики.

3.4 Ревизија на портфолиото

Како четврти чекор во инвестициониот процес се спомнува **ревизијата на портфолиото**, кој всушност претставува една ретроспектива на претходните три чекори. Со текот на времето, инвеститорот би можел да ги смени неговите цели кои би можеле да се одразат на вредноста на портфолиото односно на неговата оптималност. Можеби инвеститорот ќе посака да формира ново портфолио на тој начин што ќе продаде некои хартии од вредност што ги поседувал, и ќе купи други кои што моментално не ги поседува. Друга причина за ревизија на портфолиото е што со текот на времето цените на хартиите од вредност на портфолиото се менуваат. Ова значи дека некои хартии од вредност кои што не биле атрактивни, сега ја достигнале таа атрактивност и обратно, некои кои што биле атрактивни, сега веќе не се во толкава мера било да се работи за промената во цена или (не)успешното работење на компанијата, рецесија итн.

Доколку инвеститорот се реши на некоја промена во неговото портфолио, тогаш секако треба да се земат во предвид трансакциските трошоци потребни за реконструирање на портфолиото и важноста односно величината на избраното подобрување на инвестициониот аутлук за ревидираното портфолио.

3.5 Евалуација на перформансот на портфолиото

Последниот чекор во инвестициониот процес е **евалуацијата на перформансот на портфолиото**. Тука станува збор за преглед на изминатите периоди во кои се движело портфолиото во рамки не само на очекуваниот принос, туку и на ризикот прифатен од страна на инвеститорот. Поради тоа, потребни се соодветни мерки кои ќе послужат за мерење на степенот на принос на инвестицијата и прифатениот ризик, како и релевантни стандарди.

3.6 Изјава за инвестициона политика

Изјавата за инвестициона политика е збир од специфичностите на клиентот во однос на неговите инвестиции. Овие специфичности опфаќаат: цели, ограничувања и политики кои ја водат заемната врска помеѓу инвестициониот советник и инвеститорот. Добро структурирана изјава за инвестициона политика ги претставува всушност инвестициските односно финансиските цели на инвеститорот, степенот на ризик кој што инвеститорот е спремен да го превземе и одредени инвестициски ограничувања кои што мора да се земат во предвид од страна на инвестициониот советник. Исто така, изјавата за инвестициона политика (ИИП) ја поставува насоката за структурирање на портфолиото кое што треба да ги опфати инвестициски цели на инвеститорот кои треба да бидат во усогласени со некои ограничувања. Понатаму, ИИП етаблира заемно договорена основа за следење, односно контролирање на портфолиото.

Конструирањето на ИИП е динамичен процес во кој индивидуалниот инвеститор со неговиот или нејзиниот инвестициски советник мора да дефинираат и потоа да ги уедначат инвестициските цели, ограничувањата на портфолиото и толеранцијата на ризик. Сето ова треба да произведе реални инвестициони цели, заеднички важни за двете страни, како и заедничка согласност во однос на ризикот и приносот од инвестициите.

Процесот на потпишување на ИИП му дава на инвеститорот поголема контрола за неговата финална финансиска “судбина”. Исто така, потпишувањето на ИИП претставува и едукативен процес кој што на инвеститорот му дава можност подобро да ги согледа инвестициските стратегии, да ги препознае односно избере оние стратегии кои што најповеќе ги доловуваат неговите инвестициски очекувања. Понатаму, ИИП е јасен, пишан документ, лесно разбирлив за другите инвестициски советници. Доколку се јави потреба и од друго (второ) мислење, или пак доколку биде сменет инвестициониот советник со кого инвеститорот ја потпишал ИИП, во тој случај, овој документ обезбедува релативно брзо прилагодување на инвестицискиот континуитет кој што е започнат³⁰.

³⁰ Maginn J.L., Tuttle D.L., McLeavey D.W., and Pinto J.E.: “*Managing Investment*

На крајот, ИИП претставува документ кој што ги заштитува двете страни-инвеститорот и инвестицискиот советник. Во случај да се доведе во прашање спроведувањето на стратегијата наведена во ИИП, за двете страни, постои пишан документ кој претставува своевиден доказ.

3.6.1 Цели поврзани со приносот

Процесот на идентификација на посакуваниот принос на инвеститорот треба да е во согласност со толеранцијата на ризикот, односно степенот до кој инвеститорот може да прифати одредено ниво на ризик. ИИП ги презентира и целите поврзани со приносот кои што се усогласени со ограничувањата и ризиците на портфолиото.

Целите или побарувањата поврзани со приносот се водени воглавно од годишната потрошувачка и релативно долгорочни цели за заштеда. Притоа, се претпоставува дека приходот од портфолиото (дивиденди, камати итн.) се употребува за тековна потрошувачка, додека добивката (од порастот на хартиите од вредност во портфолиото), се реинвестира во раст. Така што, потребите поврзани со приходот се истоветуваат со хартии од вредност кои носат фиксен принос (обврзници), додека целите на растот се поврзани со акциите.

Растот и приходот се два термини кои што ги поврзуваат целите поврзани со приносот и толеранцијата на ризик. Портфолио кое што е класифицирано како приходно ориентирано портфолио, типично се поврзуваат со превземање на ниска толеранција на ризик, а тоа значи, инвестирање во хартии од вредност со фиксен принос. Од друга страна, растечко ориентирано портфолио е насочено кон акциите, со повисока толеранција на ризик. ,

Целите поврзани со приносот обично се презентираат без да се има во предвид инфлацијата. Во случај кога, тековната потрошувачка и заштедите на долг рок на еден инвеститор се изразуваат како сила (моќ) на потрошувачката, тогаш дури и приходно ориентирано портфолио побарува соодветен номинален раст.

Portfolios”, 3rd edition, John Wiley & Sons, 2007, стр.34.

Како алтернатива за приходот и растот, пристапот на *свкупен принос*, определувајќи ги целите на принос, прво се насочува кон индивидуалните инвестициски цели, а потоа, ги идентификува годишните приноси (по оданочување) кои што се потребни да се остварат тие цели. Понатаму, тој принос мора да е во согласност со толеранцијата на ризик и инвестициските ограничувања.

Кога целите на принос на еден инвеститор не се во согласност со толеранцијата на ризик која што мора да се превземе, тогаш се оди на пронаоѓање на решение. Во случај кога целите на приносот на инвеститорот не можат да се постигнат без кршење на параметрите на портфолиото кои се однесуваат на толеранцијата на ризик, тогаш инвеститорот се принудува да ги дефинира своите приоритетни цели, односно оние кои имаат предност во однос на другите. Алтернативно, тој може да прифати многу пониско ниво на ризик, претпоставувајќи дека тој ја има “можноста” да превземе дополнителен ризик. Поединец, кој на пример, открие дека неговите цели поврзани со пензионирањето се несоодветни со неговите тековни средства кои ги поседува, но и со толеранцијата на ризик, може да ја преиспита односно промени датата на пензионирање, да прифати намален стандард на живот во пензија или да ги зголеми тековните заштеди (намалување на тековниот стандард на живеење).

Доколку се очекува инвестициското портфолио да генерира принос кој што ги надминува целите поврзани со приносот на инвеститорот, во тој случај постои справување со “вишок”. Инвеститорот мора да одлучи 1) да го заштити тој вишок со превземање на понизок ризик кој треба да се прифати, или 2) да се искористи тој вишок како основа за прифаќање на повисок ризик кој е потребен да се превземе со цел да се доближат првичните цели на принос, односно дека ќе се обезбедат повисоки приноси. За да се пресмета посакуваниот принос и во целост да се приближат кумулативните ефекти од промените во приходот, потрошувачката на живот, како и повеќе нивоа на животни настани, често, инвестициониот советник се одлучува на вметнување на анализа на готовински тек.

3.6.2 Цели поврзани со ризикот

Целите поврзани со ризикот или генерално толеранцијата на ризик, претставува функција која што ја опфаќа можноста да се превземе ризик и посакувањето да се превземе ризик.

Проценката за тоа колкав ризик е спремен да превземе инвеститорот ја прави инвестицискиот советник кој што ги дефинира термините на анализата. Иако пристапите кон оваа анализа во голем дел се разликуваат, сепак тие треба да ги опфатат следните прашања:

1. Кои се финансиските потреби и цели на инвеститорот на краток и на долг рок? - Можноста на инвеститорот да превземе ризик е детерминирана во согласност со неговите финансиски цели, кои пак се поврзани со изворите на приход и временската рамка во која овие цели треба да се остварат. Како што расте инвестициското портфолио или се скратува временската рамка, можноста за “опоравување” од инвестициските падови се зголемува. Така што, целите на долг рок му овозможуваат на инвеститорот можност да прифати поволатилни инструменти (инвестиции) кои носат повисоки можни приноси.
2. Колку се битни инвестициските цели? Колку сериозни се последиците доколку не се остварат овие инвестициски цели? – Критичните цели дозволуваат помал простор за грешки и ја намалуваат можноста на портфолиото да прифати волатилни инвестиции. Финансиската сигурност и можноста да се задржи тековниот начин на живеење се генерално највисоките приоритети на инвеститорите.
3. Колку голем инвестиционен кусок може инвеститорот да прифати пред да биде загрозувана неговата можност за постигнување на инвестициски цели на долг и краток рок? – Границата на можноста да се прифати ризик е постигната кога веројатноста од неуспешност да се постигне приоритетната зацртана цел станува неприфатливо висока. Инвестицискиот советник може да понуди проценки на веројатности и да идентификува јасни, но нереални

очекувања. Сепак, сè зависи од посакувањето на инвеститорот да прифати одредено ниво на ризик.

Во спротивност со можноста да се превземе ризик, посакувањето на инвеститорот да превзема ризик вклучува посубјективна проценка. Не постои апсолутна мерка за посакување, ниту пак потврда дека посакувањето ќе остане константно како што поминува времето. Психолошкиот профил обезбедува проценки на поединецот и неговото посакување да превзема ризик, но финалната детерминација останува тешка задача. Може во некои случаи да е неопходно инвеститорите да имаат искуство со големи загуби или добивки пред да се направи продуктивна дискусија со нив во врска со толеранцијата на ризик .

3.6.3 Потребни за ликвидност

Ликвидноста генерално се однесува на можноста на инвестициското портфолио да ги постигне очекувањата на инвеститорот во делот на дистрибуција (снабдување) на готовина. Две карактеристики на тргувањето ја детерминираат ликвидноста на портфолиото:

- Трошоци за тргување – тука спаѓаат трошоците за брокерските услуги, спредот помеѓу понудата и побарувачката или пак времето или опортунитетниот трошок за пронаоѓање на купувач за хартиите од вредност кои што се продаваат. Како што трансакционите трошоци се зголемуваат, хартиите од вредност стануваат се помалку ликвидни и помалку погодни за пронаоѓање на готовински приливи.
- Волатилност на цената – хартиите од вредност се купуваат или продаваат по фер вредност со минимални трошоци за тргување во ликвидните пазари на капитал. Меѓутоа, доколку пазарот е променлив и цените на хартиите од вредност

драстично се менуваат на краток рок, тогаш потребата за обезбедување на готовински приливи е зголемена.

Значајни потреби за ликвидност ја ограничуваат можноста на инвеститорот да прифати одреден ризик. Потребите за ликвидност може да настанат од повеќе причини, но генерално припаѓаат на една од следните три категории³¹:

- Тековни трошоци – Тековните трошоци на секојдневното живеење создаваат потреба за поседување на готовина и ја конструираат една од највисоките приоритети на инвестициското портфолио. Поради нивната предвидливост и краток период, трошоците мора да се покријат со високо ниво на ликвидност барем во некој дел од инвестициското портфолио.
- Сигурносни резерви – Како претпазливост од можните несакани настани како на пример, неочекувано губење на работното место, штети настанати од неосигурени имоти и слично, поседувањето и одржувањето на сигурносна резерва е високо препорачливо. Големината на оваа резерва треба да ги покрива тековните трошоци од три месеци до една година, во зависност и од профилот на инвеститорот. Инвеститори кои работат во циклични или нестабилни области или опкружувања треба да поседуваат повисока сигурносна резерва.
- Негативни ликвидносни настани – ликвидносните настани вклучуваат идни готовински приливи или суштински промени во тековните трошоци за живот. Како примери се наведуваат реновирање во домот, промена во готовинските потреби по пензионирањето и слично.

³¹ Исто, стр.39

3.6.4 Временски хоризонт

Инвестицискиот временски хоризонт игра голема улога во поставувањето на целите поврзани со приносот и дефинирањето на ликвидносните ограничувања. Не постои универзална или унифицирана дефиниција за краток и долг рок, но во повеќето случаи, временските хоризонти поголеми од 15-20 години се сметаат за релативно долгорочни, додека временските хоризонти помали од 3 години се сметаат за релативно краткорочни. Помеѓу 3-15 години, постои транзиција од среднорочни кон долгорочни и каде што различни инвеститори ги дефинираат различно.

Втората работа поврзана со инвестицискиот временски хоризонт е кога инвеститорот се соочува со поединечен или повеќекратен временски хоризонт. Некои ситуации во кои што станува збор за постар инвеститор, со ограничени финансиски извори, одговараат за единствен временски хоризонт. Сепак, поради природата и комплексноста на повеќето ситуации на индивидуалните инвеститори, временскиот хоризонт се повеќе е изразен во повеќетапна форма.

Класификацијата “Етапа на живот” претпоставува дека инвестицискиот временски хоризонт се скратува како што инвеститорите се придвижуваат кон различните етапи на животот. Сепак, иако оваа констатација е присутна во повеќето случаи, постојат и случаи односно инвеститори каде што оваа класификација не е соодветна.

3.6.5 Даночни обврски

Проблематиката на даноците е можеби најкомплексното инвестициско ограничување односно препрека и е присутна како во институционалниот, така и во индивидуалниот портфолио менаџмент. Различни видови на даноци се наметнуваат како обврска за инвеститорите во различни земји, но сепак постојат неколку заеднички категории кои што се среќаваат најчесто, и тоа:

- Данок на приход – се пресметува како процент од вкупниот приход, најчесто со различни стапки за различни нивоа (големини) на приход.

Платите, наемите, дивидендите и каматите имаат третман на даночни приход.

- Данок на добивка – капитални добивки (добивки реализирани на основа на апрецијација) од продажба на имот, хартии од вредност и сл.
- Данок од пренос на добра – се однесуваат на средства кои се пренесуваат без продажба, од еден сопственик на друг, како на пример, компензација, подарок, наследство.
- Данок на имот – обично се однесува на оданочување на имоти (недвижности), но исто така во некои држави се однесува и на финансиски средства.

3.7 Елементите на портфолио менаџментот кај институционалните инвеститори

3.7.1 Цели поврзани со ризикот

Институционалните инвеститори прибираат поголем обем на парични средства од своите клиенти и ги вложуваат во најразлични инвестициони средства. Поаѓајќи од фактот дека тие располагаат со големи количини на готовина, од особена важност е тие да се инвестираат “правилно” со цел да се обезбедат поголеми приноси, а да се превземе понизок степен на ризик. Различните видови на институционални инвеститори превземаат најразличен степен на ризик. Така, инвестиционите фондови (отворени и приватни) со цел, максимизација на капиталот, инвестираат во поризични хартии од вредност како што се на пример акциите. За сметка на тоа, тие превземаат и поголем степен на ризик, ако се земе во предвид правилото-поголемиот ризик носи и повисок принос. За разлика од нив, пензиските фондови, кои што се регулирани од институциите во државата надлежни за нивната работа, а согласно правилата на инвестирање од страна на тие регулаторните институции, инвестираат во помалку ризични или безризични хартии од вредност како што се обврзниците (државни, корпоративни) и државните и благајничките записи. За тоа како претставниците на институционалните

инвеститори го формираат портфолиото и каде ги вложуваат своите средства, подетално е образложено во главата 4 од трудот.

Ризиците се главна преокупација на инвеститорите во процесот на инвестирање и во обидот да се оствари поголема заработувачка или принос. Превземањето одреден степен на ризик зависи од тоа за каков тип на институционален инвеститор се работи, во која фаза од своето постоење се наоѓа и сл.

Ризиците кои најмногу делуваат на приносите на институционалните инвеститори се следните: каматен ризик, ризик од промената на вредноста на хартиите од вредност, курсниот ризик, ризик од промена на даночните прописи и сл. Најчесто ризиците се делат на ризици на кои може да се делува и на ризици на кои што не може да се делува. Првата група на ризици се отстрануваат со квалитетна диверзификација на портфолиото. Ризикот на портфолиото се мери со бета коефициент на портфолиото кој ја покажува осетливоста на портфолиото спрема целиот пазар на хартии од вредност. Кога бета коефициентот е помал од 1, тоа значи дека неговиот принос е помалку осетлив од приносот на целиот пазар на хартии од вредност и со тоа помалку ризичен.

3.7.2 Цели поврзани со приносот

Како што беше случајот со ризикот, така и приносот или очекуваниот принос на институционалните инвеститори е многу битен фактор кој се поврзува со инвестирањето, а секогаш е во согласност со степенот на ризик кој се превзема со цел да се оствари тоа ниво на очекуван принос. И во овој случај, очекуваниот принос на институционалните инвеститори зависи од тоа за каков вид на институционален инвеститор станува збор. Подетално за тоа како секој од видовите на институционални инвеститори го формира портфолиото и со тоа и очекуваниот принос, ќе биде образложено во главата 4 од овој труд.

Факторите кои влијаат врз целите поврзани со приносот вклучуваат: профитабилност, раст на добивката, даночни ограничувања и менаџмент (управување) со вкупниот принос.

Кај пензиските фондови целите поврзани со приносот се разликуваат од целите на принос кај останатите институционални инвеститори. Бидејќи пензиските фондови мораат да ги исполнуваат своите обврски на месечно ниво, целите поврзани со приносот зависат од повеќе фактори вклучувајќи го моменталниот финансиран статус на фондот.

3.7.3 Потребни за ликвидност

Потребите за ликвидност се разликуваат во зависност од тоа за каков тип на институционални инвеститори станува збор. Сепак генерално гледано, кога одреден институционален инвеститор има значителна потреба од ликвидност тој може да “чува” одредена готовина или пак инструменти од пазарот на пари каде што во секое време може да генерира готовина и да ги помири своите ликвидносни потреби.

Историски гледано, некои претставници на институционалните инвеститори (инвестиционите фондови, осигурителните компании), често имале потреба да ликвидираат некои делови од своето портфолио со долгорочни хартии од вредност, со цел да го зголемат приходот од хартии од вредност кои се ослободени од данок и тоа во време на профитабилност на компанијата и обратно, да се зголеми оданочениот приход во време кога компанијата прикажува загуби. Едноставно, ликвидноста претставува потреба на институционалните инвеститори, обезбедувајќи им флексибилност во време кога се менуваат даночните обврски, каматните стапки и профитабилноста.

3.7.4 Временски хоризонт

Инвестицискиот временски хоризонт кај инвестиционите фондови како претставници на институционалните инвеститори, генерално гледано е доста долг. Тие се основаат на повеќе од 10 години или неограничено. Ова укажува на фактот дека средствата инвестирани во овие фондови треба да “се чуваат” на долг рок и да очекуваат долгорочен позитивен принос од вложените средства.

Од друга страна, времетраењето на обврските кај компаниите за неживотно осигурување е многу пократко отколку кај компаниите за животно осигурување. Исто така, циклусите на профитабилноста опфаќаат микс односно мешавина од обврзници кои подлежат на данок и даночно ослободени обврзници во своето портфолио. Компаниите за неживотно осигурување дошле до сознание дека тие се принудени да инвестираат во хартии од вредност со повеќегодишно достасување (од 15-30 години), што не е случај со компаниите за животно осигурување, и на тој начин да го оптимизираат просечниот принос понуден од страна на хартиите од вредност кои се ослободени од данок.

Како што беше случај и со останатите елементи на процесот на портфолио менаџментот кај институционалните инвеститори, така и временскиот хоризонт се разликува во зависност од тоа за каков вид на институционален инвеститор станува збор, се анализира неговото портфолио или се гледа колкав е временскиот хоризонт на неговото постоење но и временскиот хоризонт на чувањето на хартиите од вредност, односно инвестиционите средства.

3.7.5 Законски и регулаторни фактори

Законските и регулаторните фактори имаат важна улога во управувањето со портфолиото на институционалните инвеститори односно вложувањето на средствата и очекуваните финансиски резултати. Тие исто така во голем дел влијаат и во создавањето на инвестиционата политика кај повеќето институционални инвеститори. Различните видови на институционални инвеститори се подложни на различни законски и регулаторни фактори односно ограничувања. Пензиските фондови на пример, се регулираат со закон и регулативи кои се однесуваат и влијаат на нивните инвестициони политики. Секоја држава која дозволува формирање на пензиски фондови наметнува законски рамки и регулативи (во поголем дел ограничувања во изборот на инвестициите) на пензиските фондови и нивната структура. Таков е случајот и со нашата земја.

Регулаторни мерки има и за осигурителните компании. Во некои земји во светот, кои воедно се познати како строги регулатори на осигурителната индустрија, сепак се дозволува инвестирање на компаниите за неживотно

осигурување во широк спектар на хартии од вредност и средства, како на пример: обврзници, акции, недвижности и хипотеки.

Фондациите можат да бидат предмет на законски и други регулаторни ограничувања кои што варираат, односно се разликуваат во различни држави, но и по типот на фондацијата.

Регулативите поставуваат рестрикции во поглед на чувањето на обични акции од страна на банките во нивните портфолија но и кај хартиите од вредност со фиксен принос. За да се обезбеди законската резерва и заложните обврски, банките имаат потреба да чуваат значителен износ на краткорочни државни хартии од вредност. Регулативите во однос на ризичниот капитал (RBC-risk-based capital) се главните регулаторни достигнувања ширум светот во поглед на иницијативите за преземање на ризик од страна на банките.

3.7.6 Даночни обврски

Даночните обврски се многу битен елемент во детерминирањето на инвестиционата политика кај институционалните инвеститори. Главната цел кога се во прашање даноците кај овој тип на инвеститори е да се направи баланс (урамнотежување) помеѓу хартиите од вредност ослободени од данок и хартиите од вредност кои се предмет на оданочување. Портфолио менаџерите на чело на институционалните инвеститори обично работат во соработка со советниците за данок за да ги измерат и следат даночните импликации кај различните портфолио стратегии.

ГЛАВА 4

Портфолио менаџментот кај институционалните инвеститори

Институционалните инвеститори се здруженија или организации кои “собираат” големи суми на пари и ги инвестираат истите во хартии од вредност, недвижности или други инвестициони средства. Институционалните инвеститори се наменети за постоечки компании кои дејствуваат во најразлични сектори, а кои одлучуваат да ги инвестираат нивните добивки од работењето во вакви видови на инвестициони средства.

Институционалните инвеститори се организации кои што купуваат најголем дел од хартиите од вредност на финансиските пазари. Институционалните инвеститори се јавуваат во различни облици: пензиски фондови, инвестициони фондови, осигурителни компании, банки и сл. Со својата големина и значење тие можат да влијаат врз цените на хартиите од вредност на пазарите на капитал. Токму затоа, станува збор за таков вид инвеститори кај кои портфолио менаџментот е специфичен (законска регулатива односно законски ограничувања во инвестирањето, поседување и управување со обемен број на хартии од вредност итн.) за разлика од структурирањето и управувањето со хартиите од вредност кај индивидуалните инвеститори и токму затоа институционалните инвеститори и нивниот портфолио менаџмент ќе бидат предмет на анализа во оваа глава.

Постои разлика во делот на портфолио менаџментот кај различните типови на институционални инвеститори. Некои претставници на институционалните инвеститори преферираат да вложуваат во обврзници, други во акции и финансиски деривати, некои други одлучуваат да инвестираат во недвижности, итн. Исто така, кај некои институционални инвеститори, пред сè, пензиските фондови, постојат ограничувања во делот на инвестициите од страна на регулаторните органи на пазарот на капитал во државата каде што се основани истите. За таа цел, во понатамошниот дел од трудот, ќе бидат елаборирани

карактеристиките на портфолио менаџментот кај сите претставници на институционалните инвеститори. Како позначајни карактеристики, ќе се земат во предвид: целите на ризик, целите на принос, потребите за ликвидност, временскиот хоризонт, законските и регулаторните фактори и даночните обврски.

4.1 Инвестициони компании и фондови

Инвестиционите фондови се професионално водени финансиски институции (инвестициони компании) кои мобилизираат капитал од повеќе поединци, а со цел вложување во збир од хартии од вредност на различни издавачи (портфолио). Тие се во служба на интересите на поединците – вложувачите во хартии од вредност.

Инвестиционите фондови на финансиските пазари имаат посредничка улога. Тие до средствата доаѓаат преку продажба на акции или удели и инвестираат во најразлични облици на финансиска актива, а особено во диверзифицирани портфолија на хартии од вредност. Преку диверзификацијата на инвестиционите пласмани, се смалуваат и финансиските ризици со што инвестиционите компании ја обавуваат посредничката улога, поврзувајќи ја заштедата со инвестиционите субјекти.

Инвестиционите фондови се организирани како акционерски друштва, друштва со ограничена одговорност или кредитни друштва – друштва за заемно кредитирање, чии што органи ја утврдуваат политиката на фондот. Фондот не управува со портфолиото, туку тоа во негово име го врши посебна компанија (друштво за управување со фондови), која обично и го основа фондот, а може да биде банка, осигурителна компанија, инвестициона компанија, брокерско-дилерско друштво и сл. Хартиите од вредност кои го сочинуваат портфолиото го чува банка чувар на имот (кастоди банка).

Од дефиницијата за инвестиционите фондови може да се заклучи дека тие: а) претставуваат финансиски институции, б) пласираат средства во портфолио на хартии од вредност, в) претставуваат професионално водени фирми, г)

представуваат начин на пласман на средствата во финансиски инструменти и д) имаат посебен облик на пасива.

Инвестиционите фондови се *финансиски институции* односно, тоа се институции кои прибираат и пласираат капитал. Тие се инвестициони компании чиј што предмет на работење е инвестирањето, реинвестирањето, поседувањето, чувањето или трговија со хартии од вредност.

Овие фондови вршат *пласирање на средствата во портфолио на хартии од вредност*. Карактеристиките на инвестиционите фондови се портфолио вложувања, па оттука би им одговарало и терминолошки називот портфолио фондови.

Инвестиционите фондови се *професионално водени фирми*. Поединецот ќе настојува сам да одбере портфолио на хартии од вредност кога се во прашање мал број на хартии од вредност во кои ги вложил средствата. Меѓутоа, потесно портфолио подразбира и поголема концентрација на ризик, помала ликвидност и помала можност за максимализација на профитот. Така поединецот ќе има ограничени можности за инвестициони анализи на различни хартии од вредност, или процесот на анализа ќе биде подолг временски, што овозможува флексибилност во донесувањето на инвестиционите одлуки.

Инвестиционите фондови претставуваат *начин на пласман на средствата во финансиски инструменти* по основ на налог од вложувачот, односно во име и за сметка на вложувачот. Една од целите за формирањето на инвестиционите фондови е дисперзијата на ризикот. Меѓутоа, таа цел може да биде и злоупотребена од инвестицискиот фонд кога тој ќе го злоупотреби налогот на вложувачот. За да би се спречила злоупотребата на налогот на налогот на вложувачот, односот вложувач - фонд е регулиран со прописи и заштитен од државните институции кои ги контролираат инвестиционите фондови и нивното работење.

Инвестиционите фондови имаат *посебен облик на пасива*. Таа пасива е речиси во целост составена од акциите на инвеститорите, така што ризикот од работење на фондовите не го сносат самите фондови како финансиски посредници, туку тој директно се пренесува на инвеститорите

Секој инвестиционен фонд има своја инвестициска цел, како на пример: апрецијација на капиталот, висок тековен доход или слично. Фондот јавно ја објавува својата инвестициона цел, а инвеститорите избираат во кој инвестиционен

фонд ќе инвестираат во зависност од нивните сопствени инвестициони стратегии. Инвестиционите ограничувања на фондовите произлегуваат од законските ограничувања, чија цел е да се заштитат инвеститорите како и од ограничувањата кои менаџерите на фондовите ги вклучуваат во проспектот на фондот.

Инвестиционите фондови се карактеристични по тоа што нивните имоти се состојат исклучиво од хартии од вредност, постои развојување на сопственоста од управувањето и одвојување на имотот на фондот од имотот на Друштвото за управување со фондови, содружниците и акционерите имаат само имотни права од уделите и акциите (во зависност од тоа дали станува збор за отворен или затворен фонд), имотот на фондовите е еднаков на портфолиото на хартиите од вредност и на крај, присутни се заеднички интереси меѓу инвеститорите, издавачите во чии што хартии од вредност се вложени инвестициите, Друштвото за управување со фондови и депозитните банки.

Функционирањето на инвестиционите фондови овозможува многубројни придобивки за целосниот пазар на капитал но и за економската инфраструктура на една држава. Оттука, како придобивки кои се препишуваат на сметка на инвестиционите фондови се следните:

- Зголемено оплодување на инвестициите
- Намалување на ризикот на вложувањата на малите инвеститори и на фондот општо преку диверзификација на ризикот
- Поголема транспарентност, стручност и професионализам на пазарот на капитал
- Зголемување на ефикасноста на инвестициите
- Олеснување при купување на хартии од вредност од страна на населението
- Збогатување на банкарската инфраструктура
- Динамизирање на пазарот на капитал
- Економски развој

4.1.1 Видови на инвестициони фондови

Инвестиционите фондови се класифицираат според неколку критериуми. Основната поделба на инвестиционите фондови е според критериумот на прибирање на средства, определеноста на портфолиото и видот на хартии од вредност во кои се вложуваат прибраните средства. Според критериумот на прибирање на средства инвестиционите фондови се делат на отворени фондови и затворени фондови. Според определеноста на портфолиото кое ќе се формира - на фондови со фиксно портфолио и фондови со флексибилно портфолио. Според видот на хартии од вредност во кои се вложуваат прибраните средства, инвестиционите фондови се делат на: фондови за акции, фондови за обврзници и фондови на пазарот на пари.

Покрај основната поделба на инвестиционите фондови, постојат и други поделби кои ги класифицираат инвестиционите фондови според даночните обврски, каде што среќаваме инвестициони фондови ослободени од данок и инвестициони фондови со даночна обврска. Постојат и секторски фондови кои се концентрираат на вложување во некои посебни гранки, сегменти на економијата (авиоиндустрија, фармацевтска индустрија, здравство итн.). Исто така на пазарите се појавуваат и зелени инвестициони фондови, индексни, квантни итн.

4.1.2 Основни видови на инвестициски фондови според видот на вложувањата

Инвестициски фондови за депозити и краткорочни хартии од вредност – фондови кои вложуваат во депозити и краткорочни хартии од вредност како што се благајничките записи од Централните банки, и државните записи од Министерствата за финансии. Овие инвестициски фондови се со мал ризик и со мал принос.

Инвестициски фондови за обврзници - кога инвестицискиот фонд купува обврзници, средствата им се даваат на компаниите, општините или државата, преку кои собираат средства за остварување на некоја нивна цел. Издавачот на обврзници, во замена за вложените средства, се обврзува да го исплати износот на

обврзницата на денот на нејзиното пристигнување за наплата. Овие фондови носат помал ризик ,поради редовните приходи се помалку подложни на промените кои што секојдневно настануваат на пазарот на капитал. Ризичноста на фондот зависи од видот на обврзниците. Обврзниците издадени од државата ако се чекаат до нивно достасување се сметаат за безризични, додека обврзниците издадени од компаниите се со повисок ризик, зависно од рејтингот на компанијата и од обезбеденоста на обврзницата со колатерал.

Балансирани фондови (хибридни фондови)- Овие фондови се на некој начин комбинирани фондови, вложуваат во акции, обврзници, краткорочни хартии од вредност и депозити. Ризичноста на овие фондови е умерена, и се наоѓа измеѓу повеќе ризичните акции и помалку ризичните обврзници. Ризичноста на овие фондови може да се менува во тек на време, така во периоди на рецесија фондот може да биде ориентиран во вложувања во обврзници, додека во подем на економијата вложувањата да бидата насочени кон повеќе приносните акции, со тоа може да се искористат предностите на разните видови хартии од вредност во даден временски интервал.

Инвестициски фондови за акции- своите вложувања ги инвестираат во акции. Успешното вложување во компаниите значи дека фондот вложил во акции чија цена се зголемува на пазарот на капитал, или во акции на компании кои остваруваат добивка и истата ја распределуваат како дивиденда. Меѓутоа постои и ризик доколку компанијата во која има вложено средства фондот оствари лоши резултати и да дојде до опаѓање на вредноста на нејзините акции и до загуба на инвеститорите на фондот. Вложувањата во акции може да биде во акции кои носат дивиденди и тоа се фондови со помал ризик или во акции кои не делат дивиденди, т.е. во компании кои се развојно ориентирани, кај кои ризикот е највисок а исто така и приносите се високи.

4.2 Управување со портфолиото на инвестиционите фондови

Иако инвестиционите фондови ги среќаваме во најразлични видови (отворени, затворени, приватни, акциски, обврзнички, балансирани, инвестициони фондови за недвижности, итн.), сепак постојат некои општи правила кои се карактеристични за овој тип на инситуционални инвеститори.

4.2.1 Цели поврзани со ризикот

Во поставувањето на целите на ризикот, инвестиционите фондови мораат да го земат во предвид и статусот на инвестициониот фонд, неговата профитабилност, изложеноста на ризик, идните планови и сл. Финансиската сила и профитабилност на инвестициониот фонд доаѓа до израз кога се во прашање новите инвестиции. Спротивно на ова, кога инвестициониот фонд (без разлика на тоа за каков вид на инвестиционен фонд станува збор) е финансиски слаб, тој има намалена можност да финансира одредени дополнителни инвестиции во случај кога ќе настане потреба од тоа.

Кога станува збор за инвестициони фондови кои инвестираат во акции, тогаш тие превземаат поголем ризик, кој пак се совпаѓа со повисокиот очекуван принос од вложувањата во акции како хартии од вредност со висок ризик. За разлика од нив, обврзничките фондови превземаат низок степен на ризик инвестирајќи во долгорочни хартии од вредност со фиксен принос (обврзници) кои носат понизок принос од акциите меѓутоа за сметка на тоа ризикот е многу низок или не постои.

4.2.2 Цели поврзани со приносот

Пошироката цел на инвестиционите фондови кога се во прашање приносите е секако да се обезбеди максимизација на приносот на фондовите кој што ќе обезбеди дополнителен мотив за зачувување на постоечките инвеститори на фондот но и привлекување на нови инвеститори. Целите на приносот на инвестиционите фондови секогаш се тесно поврзани и со обврските на фондот, пред сè, спрема друштвото за управување со инвестициски фондови и банката чувар на имот на фондот. Така, годишните приноси на фондот треба да обезбедат покривање на сите овие трошоци односно обврски од работењето на фондот, вклучувајќи ја и годишната стапка на инфлација.

Како што беше случај со ризикот, очекуваниот принос на инвестиционите фондови зависи од видот или типот на инвестициониот фонд, односно колкав степен на ризик е подготвен да превземе портфолио менаџерот на инвестициониот

фонд. Така, очекуваниот принос кај акциските фондови е многу висок, поаѓајќи од фактот дека тие инвестираат во акции-хартии од вредност кои носат висок принос. За разлика од нив, портфолио менаџерите на обврзничките фондови имаат дефинирано понизок принос на вложените средства со оглед на тоа дека инвестираат во обврзници каде што степенот на ризик е многу низок.

4.2.3 Потреби за ликвидност

Инвестициониот фонд прима парични средства од клиентите при купувањето на уделите и исплаќа парични средства при продавањето на уделите на своите клиенти. Нето готовинскиот одлив (исплатените парични средства минус примените парични средства) ја конституира потребата за ликвидност на инвестициониот фонд. Тоа значи дека привлекувањето на што поголем број клиенти (со што поголем износ на парични средства) значи и поголема контрола на ликвидноста на фондот.

Кога инвестициониот фонд има значителна потреба од ликвидност (на пример, поголем број на клиенти сакаат да ги продадат своите удели во фондот согледувајќи го падот на акциите на светските берзи) инвестициониот фонд треба да “чува” одредена готовина или пак инструменти од пазарот на пари каде што во секое време може да генерира готовина и да ги помири своите ликвидносни потреби, односно да ги исплати средствата на своите клиенти.

4.2.4 Временски хоризонт

Инвестицискиот временски хоризонт кај инвестиционите фондови, генерално гледано е доста долг. Инвестиционите фондови, беа разлика за каков вид станува збор, обично се основаат на повеќе од 10 години или неограничено. Ова укажува на фактот дека средствата инвестирани во овие фондови треба да “се чуваат” на долг рок и да очекуваат долгорочен позитивен принос од вложените средства. Согласно промените на цените на инвестиционите средства на домашните и странските пазари на капитал каде што вложуваат инвестиционите фондови, приносите на фондовите секојдневно се менуваат. Сепак, очекуваните

високи приноси на фондовите се гледаат на долг рок, како за инвеститорите (клиентите), така и за инвестиционите фондови.

4.2.5 Законски и регулаторни фактори

Инвестиционите фондови се регулираат со закон и регулативи кои се однесуваат и влијаат на нивните инвестициони политики. Отворените инвестициони фондови обично подлежат на некои обврски за известување како што е висината на уделот и нето вредноста на фондот пресметана на дневно ниво, односно објавување на истата на веб страницата на фондот и сл. Исто така, тие имаат и обврски јавно да го објават статутот и проспектоот на фондот каде што потенцијалните инвеститори би се информирале за начинот на инвестирање во фондот, провизиите кои треба да ги уплатат и сл.

За разлика од нив, приватните фондови немаат големи обврски за известување и не подлежат на контрола од страна на регулаторното тело во државата каде се основани (обично како регулаторно тело се јавува Комисијата за хартии од вредност на државата во која се основа фондот). Генерално гледано, инвестиционите фондови не подлежат на строга контрола од надлежните органи како што тоа е случај со пензиските фондови кои се директно контролирани и лимитирани во изборот на инвестициони средства и нивото на инвестиции во нив.

4.2.6 Даночни обврски

Инвестиционите фондови, односно друштвата за управување со инвестициони фондови се активни даночни обврзници. Тие се подлежни на данок од приход, капитална добивка и друг вид на даноци во зависност од регулативата на државата каде што се присутни. Оданочувањата се разликуваат во повеќето земји, но главната поента е дека даноците значат дека овие институционални инвеститори треба да се фокусираат на добивките по оданочување во нивните инвестициони активности.

Кога станува збор за управувањето со портфолиото на инвестиционите фондови, Франк Фабоци, вели: “Првата работа што треба да се земе во предвид кога се конструира портфолиото на инвестицискиот фонд е да се разбере дека не постои универзална портфолио стратегија која што ја следат портфолио менаџерите на инвестициските фондови. Ова произлегува од фактот дека инвестициските фондови се разликуваат во својата инвестициска цел и политика. Менаџерот на инвестицискиот фонд мора секогаш да биде усогласен со целите, политиките и провизиите наведени во проспекто³²”.

Rod Davis констатира дека: “Управувањето со затворени инвестициони фондови е во голем дел “полесно” од управувањето со отворените инвестициони фондови. Повеќето портфолио менаџери се согласуваат со фактот дека пазарната капитализација е во голем дел волатилна кај отворените инвестициски фондови, што не е случај за затворените. Портфолио менаџерите кај затворените инвестициони фондови не мора да се “грижат” за принудно, брзо продавање на хартии од вредност од нивниот фонд, во момент кога не им одговара тоа. Имено нивните акции се тргуваат на организирана берза или на ОТЦ пазар (Over-the-counter). Исто така, тие не се грижат што ќе се случи доколку, поголем број на акционери од фондот, изразат желба да си ги повратат своите акции од фондот. Заедничка констатација е и дека портфолио менаџерите не треба да се грижат за кои хартии од вредност да ги купат во кратко време во случај на голем прилив на готовина од потенцијалните инвеститори, како што е случај кај отворените фондови. Портфолио менаџерите на затворените инвестициски фондови управуваат со ограничен износ на инвестициски капитал³³”.

4.3 Пензиски фондови

Пензиските фондови, како претставници на институционалните инвеститори, голем акцент даваат на нивните стратегии за портфолио менаџментот. Имајќи го во предвид фактот дека пензиските фондови ширум светот се предмет на

³² Fabozzi, Frank (2001): “*Bond Portfolio Management*”, 2nd edition, John Wiley&Sons, New Jersey.

³³ Davis, Rod (2003): “*What you need to know before you invest*” 3rd edition, Barron’s Educational Series Inc., New York

строга контрола од надлежните институции поради заштитата на осигурениците и обврската да им се обезбеди сигурен додаток после пензионирањето, пензиските фондови се во голема мера ограничени во своите можности за инвестирање, односно во диверзификацијата на нивното инвестиционо портфолио. Законската регулатива што ја регулира оваа материја е различна во земјите во светот, па оттаму и различноста во карактеристиките кај пензиските фондови. Сепак, сите фондови имаат една заедничка карактеристика, а тоа е дека имаат финансиска обврска кон своите клиенти во иднина. Природата на оваа обврска е несигурна и во многу случаеви комплексна; соодветно на ова и поставувањето на инвестиционата политика на пензиските фондови претставува заеднички предизвик.

Од инвестициона гледна точка, пензиските фондови можат да се поделат на два вида. Во првиот вид пензиски фондови, самиот пензиски фонд (компанија) одлучува за своите инвестиции. Со други зборови, компанијата има потполна слобода во начинот на поставувањето на инвестициите и истата нема обврска кон своите клиенти да побара мислење или потпишување на инвестициона политика. Единствена обврска е да им обезбедува парични средства кои ќе им бидат достапни на клиентите по нивниот престанок на работниот однос, односно пензионирањето. Ваков вид сочинуваат поголем процент од пензиските фондови ширум светот, па и во нашата држава. Вториот вид на пензиски фондови вклучува “мени” на диверзифицирани инвестициски опции и клиентите ја детерминираат својата инвестициона политика врз база на овие понудени опции. Ваков вид на пензиски фондови среќаваме во поразвиените земји, пред се во САД.

4.3.1 Управување со портфолиото на пензиските фондови

Пензиските средства ја финансираат исплатата на пензиските обврски, така што инвестициските перформанси на пензиските фондови треба да бидат проценети во сооднос со адекватноста на финансирањето на пензиските обврски. Разбирањето на пензиските обврски е битен фактор при формирањето на инвестиционата политика на пензискиот фонд. Институционалните инвеститори, пред се, пензиските фондови и осигурителните компании вработуваат посебни експерти (актуари) кои имаат задача да ги проценат обврските кои што треба да се

исплатат по извесно време. Проценката на обврските кај пензиските фондови вклучува проекција на идните промени на работната сила, определување на платите, пораст на платите, проценка за можноста за предвременно пензионирање, утврдување на табели на морталитет кај населението и др. Поврзаноста помеѓу вредноста на пензиските средства (актива) и сегашната вредност на обврските е позната како “финансиран статус” на пензискиот фонд³⁴. Таканаречениот пензиски вишок е еднаков на вредноста на средствата (по пазарна вредност) намалена за сегашната вредност на обврските кај пензиските фондови. Исто така, значајна е поделбата на обврските, односно класификацијата на пензионираните и активните работници. Оваа поделба иницира два значајни фактори. Бидејќи пензионерите моментално примаат придонеси односно месечни исплати, колку е поголем бројот на годините во пензија кај работникот, толку повеќе исплати (готовински текови) се потребни секој месец, односно постои поголемо барање за степенот на ликвидност кај пензискиот фонд. Вториот фактор кој е заснован на претходно направената табела за морталитет укажува дека пензиски фонд со поголем процент на пензионери генерално има пократок животен просек, односно времетраење на идните пензиски обврски. Според Григориу Грегор: “Фактот дека “младите” работници изразуваат повеќе желба да пристапат кон еден пензиски фонд, е многу важно за портфолио менаџментот, бидејќи оваа ситуација се однесува на долгорочен инвестициски хоризонт. Присутноста на обврските (се однесува на пензиите) на долг рок, ќе го доведе пазарот (на капитал) да има потреба од нови инструменти, како на пример, индексите составени од долгорочните обврзници, што за конструирањето на портфолиото значи константно релативна аверзија кон ризикот“³⁵.

Ambachtsheer и Ezra констатираат дека: “првата работа што треба да ја направат пензиските фондови е добро да ја дизајнираат организацијата и да ја дефинираат мисијата. Исто така, финансирањето и дефинирањето на политиките кои ја регулираат алокацијата на средствата на пензискиот фонд, претставуваат примарни детерминанти на финансиското “здравје” на пензиските системи

³⁴ Veysey, S.: “Pensions and Investments”, Prentice Hall, 2004, стр.40

³⁵ Gregoriou, G.N (2007): “Diversification and portfolio management of mutual funds” – Palgrave Macmillan, New York.

воопшто. На крај, имплементацијата на овие политики, односно, како тие ќе бидат имплементирани е мошне значајно за пензискиот фонд³⁶.

4.3.1.1 Цели поврзани со ризикот

Во поставувањето на целите на ризикот, пензиските фондови мораат да го земат во предвид и статусот на фондот, профитабилноста, изложеноста на ризик, идните планови и карактеристиките на работната сила. Финансиската сила и профитабилност на пензискиот фонд доаѓа до израз кога се во прашање новите инвестиции. Спротивно на ова, кога пензискиот фонд е финансиски слаб, тој има намалена можност да финансира одредени дополнителни инвестиции во случај кога ќе настане потреба од тоа.

Исто така, во случај кога оперативните резултати на пензискиот фонд се високо поврзани со приносите од пензиските средства, големината на инвестициите би можела да се зголеми во случај кога оперативните резултати се послаби. Од друга страна, приливите од “повозрасните” осигуреници или постарата работна сила значи пократко намалено времетраење на обврските на пензискиот фонд кон овие осигуреници и поголеми потреби за ликвидност, притоа употребувајќи помала толеранција на ризик во вложувањето генерално.

Пензиските фондови обезбедуваат исплата на обврските кон нивните клиенти. Оваа цел е заедничка и кај останатите институционални инвеститори како банките и осигурителните компании, каде што ризикот поврзан со нивните обврски е од големо значење и каде што управувањето на средствата и обврските е од примарно значење. Пензиските фондови може да ги постават целите поврзани со ризикот во сооднос со волатилноста на пензискиот “вишок” (т.е стандардната девијација). Од друга страна постои ризик кој што е предмет на разгледување на управувањето со средствата и обврските односно т.н ризик од “кусок”. Тоа е ризик во случај кога вредноста на портфолиото паѓа под некое прифатливо ниво за некој временски период.

³⁶ Ambachtsheer, K.P and Ezra, D.D (1998): “*Pension fund excellence*”- John Wiley&Sons, New York

4.3.1.2 Цели поврзани со приносот

Пошироката цел на пензиските фондови кога се во прашање приносите е секако да се обезбеди принос кој што адекватно ќе ги финансира пензиските обврски на фондот имајќи ја во предвид и инфлацијата. Во поставувањето на целите поврзани со приносот, пензиските фондови мораат претходно да дефинираат т.н нумерички цели на принос. Бидејќи пензиските фондови мораат да ги исполнуваат своите обврски на месечно ниво, целите поврзани со приносот зависат од повеќе фактори вклучувајќи го моменталниот финансиран статус на фондот. Доколку активата на пензискиот фонд е еднаква на сегашната вредност на обврските на фондот и доколку стапката на принос на средствата е еднаква со дисконтираната стапка која е употребена во пресметката за сегашната вредност на обврските, тогаш активата на фондот е во состојба да ги подмирува обврските на фондот како што тие достасуваат. Така, портфолио менаџерот го детерминира потребниот принос почнувајќи со дисконтна стапка која ќе ја употреби за пресметка на сегашната вредност на обврските на фондот. Дисконтната стапка, на пример, може да биде еднаква со приносот од долгогодишна владина обврзница.

Генерално, толеранцијата на ризик се зголемува со времетраењето на обврските, па така зацртаниот принос треба да е поставен во реални лимити. На пример, доколку пензискиот фонд се состои од млада и растечка работна сила, фондот може да постави агресивна цел на принос, за разлика од некој друг фонд кој што е затворен за нови учесници (клиенти) и се соочува со тешки потреби за ликвидност.

Исто така во многу случаи, пензиските фондови можат да ги менаџираат инвестициите за работната сила која се уште е во работен однос во согласност со целите на ризик и принос кои што секако се поразлични од оние на пензионираните работници кои не се повеќе во работен однос. Пензиите од пензионираната работна сила можат да бидат фиксни во номинална смисла - на пример, базирани на последните плати на работникот. За средствата кои се во релација со ваквите обврски на пензискиот фонд, целите поврзани со ризикот и приносот би можеле да бидат поконзервативни отколку кога станува збор за средства од сеуште активната работна сила (не пензионираната).

4.3.1.3 Потреби за ликвидност

Како што е веќе познато, пензискиот фонд прима придонеси од клиентите и исплаќа парични средства во вид на пензии на своите клиенти. Нето готовинскиот одлив (исплатените парични средства минус примените придонеси) ја конституира потребата за ликвидност на пензискиот фонд. На пример, пензиски фонд кој исплатува 100 милиони долари месечно во вид на пензии за своите клиенти од актива од 15 милијарди долари, би имал годишна потреба за ликвидност во износ од 8% од средствата на фондот (100 милиони долари*12 месеци) . Тоа значи дека во текот на годината, активата на фондот треба да порасне до износот 16.2 милијарди долари (15 милијарди + 8%), со цел да се исполнат потребите за исплата без нарушувања на капиталната база односно основната главнина. Други прашања кои ги земаат во предвид пензиските фондови кога станува збор за нивните потреби за ликвидност, се следниве:

- Колку што е поголем бројот на пензионирани лица (лица кои не се во работен однос), толку е поголема потребата за ликвидност. На пример компанија која што работи во индустрија која е во опаѓање би можела да “создаде” повеќе пензионирани лица кои што подоцна би ја зголемиле ликвидносната потреба на пензискиот фонд.
- Колку што се помали придонесите во однос на исплатените износи во вид на пензии, толку е поголема потребата за ликвидност. Пензиските фондови кои целат кон регуларно добивање на придонеси од работната сила пред се младата популација (растечка работна сила) имаат генерално помала потреба за ликвидност отколку пензиски фонд кој прима придонеси од постара популација (опаѓачка работна сила).
- Опциите како: предвремено пензионирање или опција на пензионерот да ја подигне целосната акумулирана сума одеднаш, а не на месечно ниво, креираат поголема потреба за ликвидност.

Кога пензискиот фонд има значителна потреба од ликвидност тој може да “чува” одредена готовина или пак инструменти од пазарот на пари каде што во

секое време може да генерира готовина и да ги поими своите ликвидносни потреби.

4.3.1.4 Временски хоризонт

Инвестицискиот временски хоризонт кај пензиските фондови зависи од следните фактори:

- Дали пензискиот фонд е во тек на развивање или се очекува негово затворање
- Возраста на работната сила и пропорционалниот дел од активните работници. Кога работната сила е млада и доминираат работници кои се во редовен работен однос, под претпоставка дека пензискиот фонд е отворен за нови членови, тогаш временскиот хоризонт на пензискиот фонд е подолг.

4.3.1.5 Законски и регулаторни фактори

Пензиските фондови се регулираат со закон и регулативи кои се однесуваат и влијаат на нивните инвестициони политики. Секоја држава која дозволува формирање на пензиски фондови наметнува законски рамки и регулативи (во поголем дел ограничувања во изборот на инвестициите) на пензиските фондови и нивната структура. Таков е случајот и со нашата земја. Во Канада, пензиските фондови се регулирани на провинциско ниво односно во кој ентитет на државата функционира конкретниот пензиски фонд. Европските држави како на пример Холандија, азиско пацифичките како на пример Австралија, Јапонија, Сингапур и латино американските како на пример Бразил, Чиле и Мексико се примери на држави кои имаат регулаторна рамка за пензиските фондови и штедилниците.

4.3.1.6 Корпоративно управување со ризикот и инвестициите на средствата на пензиските фондови

Од гледна точка на управувањето со ризик, постојат два фактори кои се издвојуваат, и тоа:

1. Управување со пензиските инвестиции во релација со оперативните инвестиции
2. Координација на пензиските инвестиции со пензиските обврски.

Под претпоставка дека бизнисот е во позитивна корелација со ризикот од пензиското портфолио, високо ниво на оперативен ризик има тенденција да го ограничи износот на ризик кој што пензиското портфолио може да го претпостави и обратно. Со оглед на тоа дека повеќе акцент авторот на оваа дисертација дава на инвестиционата политика, повеќе внимание се дава на разгледувањето на различните перспективи во градењето на инвестиционото портфолио, конкретно за пензиското портфолио во овој дел од трудот. Портфолио кое што е составено од акции од телекомуникацискиот сектор ќе биде помалку ризично за пензискиот фонд доколку фондот е на компанија која работи во секторот кој опфаќа потрошувачки канцелариски материјал (на пример спајалици, пенкала итн.) и кој што сектор има релативно ниска корелација со телекомуникацискиот сектор. Доколку истото портфолио е составено ода акции на компании кои работат со сектори поблиски и поврзани со телекомуникацискиот, (добавувачи на опрема за АДСЛ линии за телекомуникациските компании) во тој случај портфолиото ќе биде далеку поризично од претходното бидејќи има голема корелација помеѓу споменатите сектори.

Што се однесува пак до корелацијата помеѓу пензиските инвестиции и пензиските обврски, задачата која ја поставуваат портфолио менаџерите пред себе е да ја зголемат веројатноста дека активата (средствата) на пензискиот фонд ќе биде доволна да ги финансира пензиските исплати (обврски) со минимална потреба за дополнителни инвестиции од страна на пензискиот фонд. Секако дека голема улога има и АЛМ пристапот кон градењето на инвестиционото портфолио. Гледано од страна на АЛМ (управувањето со средствата и обврските), дефинирањето на

ризикот во инвестиционата политика треба да биде наведен во релативна смисла. Акцент се дава на очекуваната волатилност кај активата на пензискиот фонд и на очекуваната волатилност на пензискиот вишок или добивка. Во пракса, се користат алатки како на пример, симулации, со цел да се истражат портфолија кои треба да задоволат зададени релативни цели на ризик. Волатилноста на вишокот е пониска доколку промените во вредноста на средствата на пензискиот фонд се во позитивна корелација со промените во вредноста на обврските на пензискиот фонд. Бидејќи обврските кај пензиските фондови се сензитивни на каматните стапки, пензиските фондови сè повеќе го употребуваат АЛМ пристапот со цел да добијат поинтензивна употреба на хартиите од вредност кои што се сензитивни на промените на каматните стапки (на пример, обврзниците).

4.4 Осигурителни компании

Осигурувањето, како термин, претставува здружување на оние кои се изложени на иста опасност со цел заедно да поднесат штета која може да се случи на само некој од нив. Покрај основната функција која што е заштита на имот и лица, осигурувањето има и мошне важна финансиска, односно акумулациска функција. Таа произлегува од правилото според кое премиите во оваа дејност се плаќаат однапред, а надоместот на штетата се врши сукцесивно, кога таа штета ќе настане. Во меѓувреме, прибраните средства се пласираат на финансиските пазари.³⁷

Осигурителните компании се финансиски институции кои за утврден надомест (премија) обезбедуваат исплата на договорената сума доколку се случи одредениот (осигурениот) случај. Преку осигурувањето се обезбедува трансфер на ризикот, чие што исполнување би имало негативни последици за корисникот на осигурувањето, што пак се постигнува со дистрибуција на ризикот на поголем број носители на ризик.

³⁷ Б.Маровиќ, Н.Жарковиќ, (1996) “Осигуравајуча друштва као институционални инвеститори на финансијском тржишту-наше можности и ограничења”, Милочер, стр.177-178.

Осигурителните компании креираат и продаваат свои обврски во облик на полиса на осигурување на живот, осигурување од најразлични видови на незгоди и со тоа прибираат финансиски заштеди т.е купуваат пари кои што ги даваат во облик на кредит на други, најразлични финансиски институции, а од нив купуваат други финансиски инструменти – обврзници, записи, акции и сл., со што ја трансферираат финансиската заштеда до дефицитарните економски единици. Како што се гледа, и овие финансиски институции со високостепено трансферирање на финансиската заштеда, допринесуваат за диверзификацијата на финансиско-пазарниот систем и за мултипликацијата на финансиските инструменти.

Разни ризици се предмет на осигурување. Тие можат да се однесуваат на животните околности и на имотот на физичките и правните лица. Поаѓајќи од тоа, осигурувањето може да се подели на а) осигурување на живот и б) општо осигурување. Од типот на ризикот кој се осигурува, зависи и начинот на кој осигурителните компании работат на финансиските пазари.

а) Осигурителните компании кои се занимаваат со *осигурување на живот*, превземаат обврска да за одредена сума на пари, извршат исплата на одредениот износ на пари од полисата за осигурување во случај на болест или смрт на одреденото физичко лице. Ова осигурување може да биде потполно временско осигурување и временско осигурување, кое важи за одреден временски период.

Осигурувањето на живот е начин да се отфрлат ризиците кои можат да се одразат преку недостаток на средства за живот или заштита на здравјето на поединецот односно на членовите на неговата фамилија. Преку ова осигурување, заштитата од ризикот на живот се трансферира на финансиските посредници или на државата. Облици на ова осигурување се: а) осигурување на живот во потесна смисла, б) осигурување од неспособност за работа, в) ануитетно осигурување и г) здравствено осигурување. Овие облици нудат приход на членовите на фамилијата на осигуреникот во случај на негова смрт или приход од самото осигурување доколку тој стане неспособен за работа или остане без приходи после завршетокот на работниот век, како и во случај на болест. Заедничко на сите овие облици на осигурување е дека имаат карактер на долгорочно штедење и дека се засновани на

проценка на веројатоста на случувањата на осигурениот случај, со користење на статистика за смртноста, односно болеста.³⁸

Средствата за осигурување се прибираат со склучување на договор за осигурување и издавање на полиса за осигурување која е доказ за склучениот договор. Видовите на полиси за животно осигурување можат да бидат најразлични. Тие може да се однесуваат на чисто осигурување, а можат да содржат покрај осигурувањето и инвестициони карактеристики. Постојат полиси кои имаат чисто инвестиционен карактер, што е присутно во праксата кај американските осигурителни компании. Тие полиси се познати и под називот *опиш договор за осигурување*, кај кои за уплатената премија, осигурителните компании на денот на достасувањето ги исплатуваат утврдените износи. Овие полиси по своите карактеристики се слични на комерцијалните записи или долгорочните обврзници.

На развиените финансиски пазари, животно осигурување се повеќе се користи како супститут на пензиското осигурување. Креирани се посебни типови на полиси познати по називот *ануитети*. Кај договарањето со ануитетите, осигуреникот уплаќа одреден износ од премијата, која осигурителната компанија ја зголемува по одредена каматна стапка во договорениот рок. По истекот на овој рок, на осигуреникот, сè до крајот на животот му се исплаќаат месечни парични износи – ануитети.

Цената која поединецот ја плаќа за трансфер на ризикот на поширокиот круг на носители на осигурувањето се нарекува *премија*. Таа може да се плати еднократно или периодично, во текот на траењето на полисата. Износот на премијата се одредува со примената на концептот на сегашна вредност, така што премијата претставува сегашна вредност на очекуваниот износ на штетата или на осигураната сума кај животно осигурување. Износот на премијата која се акумулира до моментот на наплатата на договорената сума, претставува осигурувачка резерва на осигурителната компанија.³⁹

Здравственото осигурување е посебен облик на животно осигурување. Тоа опфаќа надомест за трошоците за лечење и осигурување за случај на неспособност

³⁸ Васиљевиќ, Б. цит.дело, стр.97-98.

³⁹ Во Република Македонија, денеска се присутни две осигурителни компании кои нудат животно осигурување. Тоа се: а) Кроација – осигурување на живот, и б) Граве – осигурување на живот.

за работа и надомест за пропуштена заработка. Најчесто е во надлежност на државата и се финансира од буџетот. Меѓутоа, тоа може да се организира и во рамките на непрофитните организации, кои се финансираат од продажбата на полиси за осигурување на големите компании за осигурување на нивните работници.

Во развиените земји, тежиштето на здравственото осигурување сè почесто се пренесува на приватните комерцијални осигурителни компании. Тоа е поради тоа што во областа на здравственото осигурување воглавно се забележуваат загуби.

Компаниите за животно осигурување прибираат премии во текот на животот на лицето и тие треба да бидат инвестирани се додека бенефицијата при настанување смрт не му се исплати на корисникот, според договорот за осигурување. Во било кој момент осигуреникот може да ја поднесе полисата за откуп и да ја добие нејзината готовинска вредност.

“Во основа, осигурителната компанија настојува да заработи позитивен “спред”, кој претставува разлика помеѓу стапката на принос на инвестициите и стапката на принос која им ја одобрува на нејзините иматели на полиси. Овој концепт настојува да оствари стапка на принос повисока од актуарската стапка. Ако спредот е позитивен, се зголемува сметката на вишок на резерви на осигурителната компанија, додека во спротивен случај сметката на вишок резерви се намалува за износ кој го рефлектира негативниот распон. Растечкиот вишок е важно орудие во конкурентската борба помеѓу осигурителните компании. Остварените повисоки инвестициони приноси и овозможуваат на компанијата да рекламира подобри приноси на полисите од конкурентите. Исто така, растечкиот вишок и овозможува на компанијата да понуди нови производи и да го зголеми волуменот на осигурувањето”⁴⁰.

б) Општото осигурување е осигурување од последици на виша сила или одговорност, кои се изразуваат во вид на штети или пропуштени добивки. Преку овие осигурувања се врши трансфер на некомерцијалните ризици на физичките и

⁴⁰ Филиповски, В. авторизирани предавања, 2007 г.

правните лица. Овие ризици можат да бидат најразлични како што се: оштетен имот, смалување на способноста за стекнување на приходи, штета предизвикана од небрежност на трети лица и сл. Типовите на полиси кај овој вид на осигурување се најразлични. Така постојат: 1) поморско осигурување, 2) осигурување на превозни средства, 3) осигурување на куќи и станови, 4) осигурување на имот, 5) осигурување од елементарни непогоди итн. Премиите кај овој тип на осигурување можат да бидат многу високи.

Одливите на готовина кај компаниите за животно осигурување се во одредена смисла предвидливи врз база на таблиците за морталитет. Спротивно на тоа, кај неживотното осигурување, готовинските текови поврзани со несреќните случаи, катастрофи и исплати по судски процеси не се така предвидливи.

Осигурителните компании во најголема мерка доаѓаат до средства врз основа на периодични уплати на премии за осигурување. Така добиените средства осигурителните компании ги користат за понатамошно зголемување на својата финансиска моќ, со инвестирање во најразлични финансиски инструменти. Осигурителните компании често се јавуваат како големи инвеститори во долгорочни хартии од вредност, хипотекарни хартии од вредност, приоритетни и обични акции, недвижности и др., при што мораат постојано да ја усогласуваат структурата на своите пласмани со структурата на извори на приход.

Бидејќи дел од инвестираните средства мора да ги задоволуваат идните побарувања, примарен принцип на инвестициите на осигурителните компании е сигурноста. Добивката од инвестиција е важен параметар при одредувањето на тарифите. Компаниите за животно осигурување пресметуваат минимална стапка на камата во своите пресметки на премијата. Се повеќе од осигурувачите на имот и од одговорност се бара да го вклучат приходот од инвестициите во пресметките на своите тарифи. Дури и кога приходот од инвестициите не е експлицитно видлив, тој го потпомага искуството на превземање ризик и затоа е фактор на пресметка на тарифите во оваа област.

Процентуалната застапеност на инвестициите за осигурувачите на живот и осигурувачите на имот и од одговорност е прикажана во табела 4.1. Најголемите инвестиции и во двете области се обврзниците. Животните осигурувачи инвестираат околу 58% од своите средства во обврзници, од кои две третини се

корпоративни обврзници. Осигурителните компании за имот и од одговорност инвестираат околу 69% од своите средства во обврзници, каде што три четвртини се состојат од владини обврзници. И двата типа на осигурителни компании вложуваат околу 20% од своите средства во акции. Најголемата разлика помеѓу овие два типа на осигурителни компании се инвестициите на компаниите за животно осигурување во хипотеки, кои достигнуваат околу 9%.

Табела 4.1 Процентуална застапеност на инвестициите на осигурителните компании

Тип на инвестиција	Осигурителни компании живот	Осигурителни компании на имот и од одговорност
Корпорациски акции	20,6%	21,2%
Корпорациски обврзници	41,0%	18,3%
Државни обврзници	17,1%	51,2%
Хипотеки	8,9%	0,4%
Недвижности	2,1%	1,3%
Кредити за полиси	4,3%	0%
Разно	6,0%	7,6%
Вкупно	100%	100%

Извор: American Council of Life Insurance, Insurance Fact Book (Washington D.C, 1998)

4.4.1 Управување со портфолиото на осигурителните компании

4.4.1.1 Компании за животно осигурување

Утврдувањето на двете детерминанти - ризикот и приносот, претставува една од главните карактеристики на осигурителните компании за животно осигурување во поставувањето на нивната инвестиција. Покрај добивките од хартиите од вредност со фиксен принос и загубите како последица на промената на каматните стапки, многу од обврските кај компаниите за животно осигурување како на пример, годишните договори, се сензитивни на промената на каматните стапки. Во прилог на ова оди и фактот дека постои ризик од повлекување на

средствата од страна на сопствениците на полисите кога условите на пазарот го стимулираат тоа (на пр. повисоки стапки на депозитите во банките, повисоки приноси од инвестиционите фондови на годишно ниво итн.). Промените на каматните стапки се многу потешки за анализирање и определување отколку стапките на смртност кај одредена популација во одредена држава, па затоа тие претставуваат покритична варијабла за многу продукти од областа на животното осигурување. Краткорочните обврски на компаниите за животно осигурување, исто така принудуваат и кретење на рокот кај инвестиционото портфолио. Како резултат на ова, сè почести се примерите на нови продукти лансирани од страна на компаниите за животно осигурување кои им обезбедуваат на сопствениците на полисите за животно осигурување бенефити слични на оние кои се нудат на пазарите на капитал, а тоа се, пред сè, конкурентни стапки на принос од инвестирањето.

4.4.1.1.1 Цели поврзани со ризикот

Примарната цел на компаниите за животно осигурување е да ги финансира идните придонеси и побарувања на сопствениците на полисите. Поради исклучителната економска важност која ја поседуваат осигурителните компании, инвестиционото портфолио на осигурителната компанија (животно или неживотно осигурување) треба да биде конзервативно конструирано со цел да се минимизира ризикот. Довербата во една осигурителна компанија и во нејзината можност, односно обврска да ги исплатува однапред договорените износи согласно осигурителната полиса е круцијалниот елемент на компанијата. Осигурителните компании се чувствителни на секоја промена на нивната основачка главнина односно капитал како и на сериозни нарушувања во инвестициониот приход. Оттука, и големиот број на лимитирачки мерки кои се однесуваат на нивните инвестиции со цел заштита на сопствениците на полиси. Една од мерките е секако задолжителната резерва која што пак може да биде неадекватна и да го ограничи растот на едно растечко портфолио. Во повеќето земји во светот, ризичниот капитал и неговите проценки секогаш имаат статус на комплексни и постојано се

прави обид да се алоцира вишокот во соодносот со ризикот на средствата и обврските на компаниите за животно осигурување.

4.4.1.1.2 Загриженост во однос на вреднувањето

Во период на промена на каматните стапки, несогласувањето помеѓу времетраењето на средствата инвестирани од страна на осигурителната компанија и нејзините тековни обврски, може да доведе до “ерозија” на вишокот. Компаниите за животно осигурување се чувствителни на загубите кои што можат да настанат и резултираат во периоди на растечки каматни стапки од “чуваните” средства (инвестиции) со просечно времетраење кое што го надминува просечното времетраење на обврските.

4.4.1.1.3 Останати ризици

За многу компании кои нудат животно осигурување, од исклучителна важност е факторот *ризик од реинвестирање*. Овој ризик се дефинира како ризик од повторно вложување на приносите кои се добиваат од купонот или главницата доколку се работи за инвестиции со фиксен принос (обврзници). Доколку компанијата не управува внимателно со нејзините средства и обврски, неочекуван пад на каматните стапки може сериозно да ја загрози нејзината профитабилност. Поради тоа, постојаната контрола на ризикот од реинвестирање е мошне битен елемент во управувањето со портфолиото на компаниите за животно осигурување.

Кредитен ризик - Кредитниот ризик, исто така, претставува уште еден потенцијален извор на добивка/загуба кај компаниите за животно осигурување, иако кредитната анализа беше долго време третирана како една од силите на индустријата. Осигурувачите го контролираат овој ризик преку широка диверзификација и барање на адекватна компензација за превземањето на ризикот во однос на очекуваниот принос или спредот на каматната стапка кога станува збор за инвестирање односно реинвестирање во различни класи на средства. Целите поврзани со ризикот можат да предизвикаат загуби предизвикани токму од кредитниот ризик.

Волатилност на готовинскиот тек - Загубата предизвикана од инвестирањето или од доцнењето во прибирањето и реинвестирањето на готовинските текови на инвестициите е уште еден клучен аспект за ризикот и неговата ниска толерантност кај компаниите за животно осигурување.

И покрај сите овие фактори кои го определуваат ризикот, во денешно време се почесто компаниите за животно осигурување го имаат модифицирано конзерватизмот во инвестирањето поаѓајќи пред се од конкурентноста на пазарот. Така, тие се принудени и мотивирани да прифатат и управуваат различни степени на ризик, со цел да создадат повисоки и конкурентни стапки на принос за своите клиенти.

4.4.1.1.4 Цели поврзани со приносот

Историски гледано, целите за принос на компаниите за животно осигурување беа детерминирани примарно од стапките кои актуарите ги употребуваа за креирање на резервите⁴¹ на сопствениците на полисите, што всушност претставуваат акумулираните стапки од финансирањето на компанијата за идните исплати. Гледано во пракса, премиите на осигурителните компании се движат во насока како што се иницијално утврдени или пак можат да се променат доколку компанијата прикажува добри резултати, а тоа секако е предвидено во договорите со потписниците на полисите. Во случај да има договор за исплата на одредена премија за одреден временски период, а компанијата за животно осигурување не успее да обезбеди таков принос за клиентот, тогаш се зголемуваат обврските и се создава неусогласеност помеѓу средствата и обврските кај компанијата. Адекватноста на резервите на сопствениците на полисите се контролира внимателно од менаџментот, регулаторните комисии и агенциите за рангирањето на осигурителните компании.

Натпросечните инвестициони приноси треба да и обезбедат на осигурителната компанија неколку компаративни предности во определувањето на

⁴¹Резерви на сопствениците на полисите - претставуваат обврски изразени во билансот на состојба кај компаниите за животно осигурување кои што ги презентираат очекуваните исплати на сопствениците на полиси, детерминирани од актуарите, а базирани на типовите и условите на различните осигурителни полиси издадени од компанијата.

осигурителните премии. Приносите на портфолиото на компаниите за животно осигурување се повеќе слични отколку различни, гледано историски (Види табела 4.2). Тоа многу произлегува односно зависи од регулаторните рамки и инвестиционите ограничувања што им се наметнуваат на компаниите за животно осигурување од страна на регулаторните органи.

Табела 4.2 Приноси од портфолиото на компаниите за животно осигурување во САД (1975-2004).

Година	Стапка на ниво на осигурителната индустрија	Prudential Осигурување	Lincoln National Осигурување	AXA Equitable-NY Осигурување
1975	6,44%	6.47%	6.98%	6.22%
1985	9.87	9.07	8.49	8.72
1995	7.90	7.47	7.87	6.88
2000	7.40	6.41	6.93	6.70
2004	5.93	5.55	5.82	6.23

Извор: Life Insurance Fact Book (2001); Best's insurance reports (2005)

Некои компании за животно осигурување експериментирале користејќи ги вкупните приноси наместо спредот на каматните стапки за мерење на перформансот на нивното портфолио и нивната профитабилност од производите кои ги нудат. Доколку само активата од билансот на состојба рефлектира пазарна волатилност, во тој случај тешко е да се користат мерките за вкупен принос. Доколку стандардите за сметководство и вреднување дополнително се развиваат во иднина, тие сигурно би го зајакнале управувањето со средствата и обврските, перформансот и профитабилноста на ниво на вкупни приноси.

Друга димензија на целите на компаниите за животно осигурување се однесува на потребата за раст на вишокот (профит) со цел поддршка на обемот на работа на компаниите. Обичните акции, капиталните инвестиции во недвижности и приватни компании се инвестициони алтернативи кои се користат насекаде во светот за да се обезбеди континуиран раст на вишокот. Многу од компаниите за животно осигурување развиваат разновидни стратегии, како и финансиски леверидж

со стеснување на придонесите за вишокот од новите производи (програми) кои што се поконкурентни на пазарот и имаат пониски профитни маржи.

4.4.1.1.5 Потреби за ликвидност

Обично, компаниите за животно осигурување се карактеризираат како компании на кои што им е потребна минимална ликвидност. Сепак, волатилноста на каматните стапки понекогаш доведува до строго контролирање на ликвидноста на овие компании, со цел да се избегнат несакани потези како на пр. продавање на обврзници од портфолиото со цел да се исплатат сопствениците на полисите. Истото се однесува и на неусогласеноста помеѓу средствата и обврските, која исто така може да предизвика проблеми во ликвидноста на компаниите. Уште еден од проблемите што се јавуваат со ликвидноста е и фактот што компаниите за животно осигурување инвестираат во помалку ликвидни хартии од вредност (обврзници итн.), па во случај да има потреба од нивно продавање, ризикот од продажба по пониска цена е присутен, или постои пролонгирање на рокот на продажба, што секако е потребно да се земе од аспект на ликвидноста.

4.4.1.1.6 Временски хоризонт

Компаниите за животно осигурување спаѓаат во групата на компании кои инвестираат на долг рок. Обично, приносот на портфолиото се оценува за период од 20-40 години. Повеќето компании за животно осигурување инвестираат во хартии од вредност кои имаат подолг рок на достасување (обврзници) или пак хипотекарни инвестиции (секако во согласност со националната регулатива). Но, исто така тие ги сметаат доста привлечни и инвестициите во недвижностите, обичните акции, конвертибилни хартии од вредност и сл. бидејќи се доста профитабилни на краток рок и во некои случаи можат да послужат како заштита од ризикот од инфлација.

Пристапот за управување со средствата и ликвидноста кои го применуваат компаниите за животно осигурување се стреми да го намали севкупниот инвестициски временски хоризонт кај компаниите за животно осигурување.

Денеска, портфолио сегментите имаат различни временски хоризонти, кои се рефлектираат во инвестиционите политики во секои од тие сегменти.

Поаѓајќи од фактот дека компаниите за животно осигурување инвестираат на долг рок, Christine Brentani вели: “осигурителните компании (животно осигурување) се насочени кон инвестиции на долг рок и бидејќи тие инвестираат на период од десет, дваесет и повеќе години, средствата се инвестираат во обични акции со цел да се обезбеди раст на долг рок во однос на приход и капитал и во исто време да се обезбеди заштита од инфлацијата⁴²”.

4.4.1.1.7 Даночни обврски

Во спротивно со пензиските фондови и донаторските организации, компаниите за осигурување се активни даночни обврзници. Тие се подлежащи на данок од приход, капитална добивка и друг вид на даноци во зависност од регулативата на државата каде што се присутни. Оданочувањата се разликуваат во повеќето земји, но главната поента е дека даноците значат дека осигурителните компании треба да се фокусираат на добивките по оданочување во нивните инвестициони активности.

4.4.1.1.8 Законски и регулаторни фактори

Осигурувањето во целина е индустрија која што е многу контролирана од надлежните органи и институции во една држава. На прво место се ставаат инвестициите во кои што можат да инвестираат компаниите за животно осигурување. Секоја држава поседува листа на класи на средства во кои што е дозволено да се инвестира, па некогаш и може да одреди и стандарди на квалитет за секоја од класите. На пр. инвестирање во корпоративни обврзници од компании со рејтинг AAA. Генерално регулативите се однесуваат на процентот на средствата до кој може компаниите да инвестираат дел од своите средства. Во повеќето од регулативите се дава посебна важност на правилото на инвестирање на разумен

⁴² Brentani, C. (2004): “*Portfolio management in practice*” Elsevier Ltd., Oxford.

инвеститор, и повеќе модели на инвестирање се препорачуваат. Секако, на крај голема улога имаат и моделите за вреднување на инвестираните средства кај осигурителните компании, како и нивната сметководствена евиденција. Во Европа, општо прифатливи се Меѓународните сметководствени стандарди во повеќето држави додека во САД регулативите на NAIC (Национална Асоцијација за осигурителните комисионери). Краен заклучок е дека регулацијата има голем ефект врз ризикот и приносот кај компаниите за животно осигурување, односно нивното портфолио, бидејќи ограничува два критични аспекти од портфолио менаџментот – алокацијата на средствата и ограниченоста на средствата во кои е дозволено да се инвестира.

4.4.1.1.9 Заеднички карактеристики

Секоја осигурителна компанија, без разлика дали станува збор за компанија за животно или неживотно осигурување, може да поседува заеднички карактеристики прилагодливи на факторите кои се разликуваат од продуктите кои ги нудат овие компании. Сепак, големината на компанијата и задоволителноста (адекватноста) на позицијата на вишокот, односно добивката се главните причини кои имаат влијание врз портфолио политиките кај овие компании.

4.4.1.2 Компании за неживотно осигурување

Втората категорија кај осигурителните компании е неживотното осигурување. Тука спаѓа осигурувањето на имот, автомобили, здравствено осигурување итн. Конструкцијата на инвестиционите политики е слична кај осигурителните компании од оваа група, но постои разлика во продуктите кои тие ги продаваат односно услугите кои ги нудат. Сепак, инвестиционите политики кај компаниите за неживотно осигурување во голема мера се разликуваат од инвестиционите политики кај компаниите за животно осигурување, поаѓајќи од обврските, факторите на ризик и даночните обврски. Причини за ова се следниве:

- Времетраењето на обврските кај компаниите за неживотно осигурување е многу пократко отколку кај компаниите за животно осигурување, но обработката на барањата за осигурување и исплатите траат подолго кај компаниите за неживотно осигурување.
- Некои (но не сите) обврски кај компаниите за неживотно осигурување се изложени на ризик од инфлација иако обврските не се директно изложени на ризик од каматните стапки како што е случај кај компаниите за животно осигурување.
- Генерално, обврските кај компаниите за животно осигурување се релативно сигурни во вредноста но несигурни во времетраењето, додека обврските кај компаниите за неживотно осигурување се релативно несигурни во двата случаи – во поглед на вредноста и времетраењето, поради што тие се изложени на поголема волатилност во нивните оперативни резултати.

Од аспект на средства/обврски, повеќето компании за неживотно осигурување обично се класифицираат во онаа група на компании кои имаат релативно краткорочни обврски, иако спектарот на осигурителните полиси покрива широк круг на времетраење, односно достасување на обврските.

Според Christine Brentani: “средствата на компаниите за неживотно осигурување се инвестираат во готовина и краткорочни должнички инструменти, со цел да одговорат во краток период на краткорочните обврски на осигурителните компании при настаната штета од ваков вид на неживотно осигурување (несреќа, пожар итн.)⁴³”. Сепак, одреден дел од средствата, според Brentani, би требало да се инвестираат во акции заради потенцијално стекнување на долгорочен раст на осигурителната компанија.

4.4.1.2.1 Цели поврзани со ризикот

Како што е случајот и со компаниите за животно осигурување, така и компаниите за неживотно осигурување имаат главна преокупација да излезат во пресрет на побарувањата од сопствениците на полисите. Сепак, ризиците кај овој

⁴³ Brentani, C (2004): “*Portfolio management in practice*” Elsevier Ltd., Oxford.

тип на осигурителни компании се помалку предвидливи. Така на пример, кај компаниите кои нудат осигурување, односно се изложени на ризик од катастрофални непогоди како што се урагани или експлозии, потенцијалот односно ризикот за загуба е многу поголем. Во формирањето на целите на ризик, компаниите за неживотно осигурување мораат да ги земат во предвид и карактеристиките или обврските од готовинските текови и коефициентот вишок (добивка)/ обични акции.

Карактеристики на готовинските текови

Не е зачудувачки фактот дека готовинските текови од активностите на компаниите за неживотно осигурување можат да бидат многу непредвидливи. За разлика од компаниите за животно осигурување кои, гледано историски, се во можност да проектираат готовински текови и врз основа на тоа да склучуваат различни полиси за осигурување со своите клиенти, компаниите за неживотно осигурување мораат да бидат подготвени да се справат со оперативните недостатоци или “дупки” од готовина, со приходот од инвестирањето или пак од хартиите од вредност кои имаат рок на достасување (должнички хартии од вредност). Така, за делот од инвестиционото портфолио кој се однесува на резервите за сопствениците на полиси, компаниите за неживотно осигурување имаат ниска толеранција на загуба на основната главнина или на намалувањето на приходот од инвестирањето.

Коефициент добивка/обични акции

Инфлацијата дополнително го намалува нивото на толеранција на ризикот кај компаниите за неживотно осигурување. Историски гледано, повеќето од компаниите за неживотно осигурување во САД инвестирале во обични акции и износот на овие инвестиции бил понекогаш повисок од самата добивка кај овој тип на осигурителни компании. Регулаторите сепак, со цел да заштитат дел од компаниите, принудувале намалување на инвестирањето во обични акции или нивна ликвидација во некои случаи или привремена забрана за инвестирање во нив. За разлика од компаниите за животно осигурување, компаниите за неживотно осигурување имаат помалку ограничувања во делот на инвестирањето.

4.4.1.2.2 Цели поврзани со приносот

Историски гледано, повеќето од компаниите за неживотно осигурување не ги земале имплицитно во предвид заработувачките од инвестиците кога ги пресметувале осигурителните премии. Поради оваа причина се јавила и поделба на активностите кај овој тип на осигурителни компании и еден дел од компанијата бил задолжен за определувањето на премиите и генерално продуктите на осигурување, додека другиот дел се фокусирал само на инвестирањето. Сепак, во денешно време тоа не е случај и овие активности се координираат помеѓу себе. Факторите кои влијаат врз целите поврзани со приносот вклучуваат: профитабилност, раст на добивката, даночни ограничувања и менаџмент (управување) со вкупниот принос.

Профитабилност. Приходот од инвестирањето и приносот од инвестиционото портфолио се основните детерминанти кога е во прашање континуитетот на профитабилноста на компаниите за неживотно осигурување. Циклусот на профитабилност влијае врз волатилноста на заработувачката на компанијата и на индустријата во целина. Посакуваните барања за принос кај компаниите за неживотно осигурување не се определени во сооднос со кредитната стапка на нивните полиси, туку овие компании имаат за цел да го максимизираат приносот од вложениот капитал, односно добивка, притоа имајќи го во предвид управувањето со соодносот средства/обврски, адекватност на капиталот и параметрите определени од менаџментот.

Имајќи ги во предвид неизвесностите во профитабилноста својствени за компаниите за неживотно осигурување, инвестициониот приход очигледно обезбедува финансиска стабилност за резервите во осигурувањето. Заработувачката од инвестирање, пак од друга страна се очекува да биде во можност да ги покрие периодичните загуби.

Раст на добивката. Тој претставува една од битните функции на компанијата и нејзините цели, но овозможува и проширување на обемот на работа. Како што беше и претходно споменато, преземањето на ризик кај компаниите за неживотно осигурување се мери со коефициентот премија/(капитал и добивка). Генерално, компаниите го одржуваат овој коефициент во сооднос помеѓу 2 спрема 1 и 3 спрема 1, иако многу големи по обем компании имаат помал ваков

коэффициент. Компаниите за неживотно осигурување инвестираат во обични акции, конвертибилни хартии од вредност и алтернативни инвестиции со цел да го подобрат растот на добивката. Приносот од овие инвестиции и карактеристиките на пазарот одговараат на циклусот на профитабилноста на целата осигурителна индустрија.

Даночни обврски. Резултатите од инвестирање на компаниите за неживотно осигурување, се доста чувствителни на приносот по оданочување кај портфолиото со обврзници и кон даночните бенефити, во случај кога тие постојат кај некои приноси од инвестирање. Во некои држави, како што е САД, овие приноси вклучуваат приход од дивиденда, реализирани долгорочни капитални добивки и обврзници ослободени од данок. Повеќето од компаниите прават микс помеѓу обврзниците ослободените од данок и оние кои подлежат на данок. Што се однесува до останатите држави во светот, хартиите од вредност кои не подлежат на данок се многу малку или не постојат.

4.4.1.2.3 Потребни за ликвидност

Поаѓајќи од несигурните готовински текови на компаниите за неживотно осигурување, ликвидноста секогаш се јавува како проблем кај овој тип на осигурителни компании. Историски гледано, компаниите за неживотно осигурување, често имале потреба да ликвидираат некои делови од своето портфолио со обврзници, со цел да го зголемат приходот од хартии од вредност кои се ослободени од данок и тоа во време на профитабилност на компанијата и обратно, да се зголеми оданочениот приход во време кога компанијата прикажува загуби. Едноставно, ликвидноста претставува потреба за компаниите за неживотно осигурување, обезбедувајќи им флексибилност во време кога се менуваат даночните обврски, каматните стапки и профитабилноста.

За да ги усогласи ликвидносните потреби, компанијата за неживотно осигурување делува со активности поврзани со пазарните услови и периодот на достасување на нејзините инвестиции. Многу често, ваков тип на осигурителна компанија одржува портфолио на краткорочни хартии од вредност, како на пример комерцијални записи, државни записи или благајнички записи, кои што се користат

како ликвидносни резерви, односно се реализираат кога ќе се појави зголемена потреба за ликвидност.

4.4.1.2.4 Временски хоризонт

Временскиот хоризонт кај компаниите за неживотно осигурување претставува функција составена од два основни фактори. Прво, времетраењето на обврските кај компаниите за неживотно осигурување е многу пократко отколку кај компаниите за животно осигурување. Второ, циклусите на профитабилноста опфаќаат микс односно мешавина од обврзници кои подлежат на данок и даночно ослободени обврзници во своето портфолио. Компаниите за неживотно осигурување дошле до сознание дека тие се принудени да инвестираат во хартии од вредност со повеќегодишно достасување (од 15-30 години), што не е случај со компаниите за животно осигурување, и на тој начин да го оптимизираат просечниот принос понуден од страна на хартиите од вредност кои се ослободени од данок (види табела 4.3)

Табела 4.3 Компарација на просечен период на достасување на обврзниците во портфолијата на Американските компании за животно и неживотно осигурување 2004 година

Компанија	Просечен период на достасување на обврзниците во портфолијата (години)
<u>Неживотно осигурување</u>	
Allstate	13
CAN Financial	14
State Farm	7
Travelers	7
<u>Животно осигурување</u>	
AXA Equitable - NY	11
Lincoln National	9
Prudential	8

Извор: Best's Insurance Reports (2005)

Разликите во просечниот период на достасување на обврзниците во портфолијата на компаниите за животно и неживотно осигурување можат да го рефлектираат посакувањето на компанијата за неживотно осигурување да прифати ризик на каматна стапка преку неусогласените времетраења на средствата/обврските и да тргува барем со еден дел од нивното портфолио преку пазарот.

Кога станува збор пак за инвестиции во обични акции, компаниите за неживотно осигурување, историски гледано, се инвеститори на долг рок кои имаат примарна цел на принос – зголемување на добивката на нивното портфолио составено од (обични) акции.

4.4.1.2.5 Даночни обврски

Даночните обврски се многу битен елемент во детерминирањето на инвестиционата политика кај компаниите за неживотно осигурување. Главната цел кога се во прашање даноците кај компаниите за неживотно осигурување е да се направи баланс (урамнотежување) помеѓу хартиите од вредност ослободени од данок и хартиите од вредност кои се предмет на оданочување. Портфолио менаџерите кај компаниите за неживотно осигурување обично работат во соработка со советниците за данок за да ги измерат и следат даночните импликации кај различните портфолио стратегии.

4.4.1.2.6 Законски и регулаторни фактори

Иако осигурителната индустрија во целина е високо регулирана, регулативата која се однесува на компаниите за неживотно осигурување може да се каже дека е малку попустлива во ограничувањата за инвестирање. Тоа значи дека листата на средства во кои се дозволува да инвестираат компаниите за неживотно осигурување е малку проширена во однос на компаниите за животно осигурување. Во некои земји во светот, кои воедно се познати како строги регулатори на осигурителната индустрија, сепак се дозволува инвестирање на компаниите за

неживотно осигурување во широк спектар на хартии од вредност и средства, како на пример: обврзници, акции, недвижности и хипотеки. Битно е да се напомене е и дека повеќето регулативи во државите во светот не бараат чување на задолжителна резерва.

4.4.1.2.7 Детерминирање на портфолио политиките

Како што беше случајот и со компаниите за животно осигурување, така и компаниите за неживотно осигурување како примарен фактор во својата инвестициона политика ја определуваат ограничената толеранција на ризикот во инвестирањето. Поради исклучително тешкото предвидување на готовинските текови од осигурителните активности, компаниите за неживотно осигурување бараат некој алтернативен начин на сигурност за своите средства, пред се земајќи во предвид одреден број на средства кои би се ставиле во улога на резерва, иако тоа не го бараат регулаторите. Подготвеноста на компаниите за неживотно осигурување да претпостават ризик и да го ограничат токму со гореспоменатата резерва, е предмет на менаџирање на компаниите во последните години.

Покрај ликвидносните потреби кои секако претставуваат многу битен фактор, компаниите за неживотно осигурување развиваат значајно портфолио од акции и обврзници и генерираат високо ниво на приход, зголемувајќи ја на тој начин профитабилноста на ниво на компанија. Благодарение на зголемувањето на добивката, се прошируваат и можностите за развивање на нови продукти на компанијата и други дополнителни инвестиции во име на компанијата. Структурата на портфолиото составено од обврзници кај компаниите за неживотно осигурување зависи пред се од искуството кое компанијата го има во балансирањето на обврзниците предмет на оданочување и обврзниците кои се ослободени од данок, како и моменталната даночна поликика. Инвестиционите политики и стратегии на компанијата за неживотно осигурување од една страна и нејзините оперативни деловни политики од друга страна треба да се секогаш тесно поврзани и координирани имајќи ја во предвид волатилноста на пазарите на капитал и пазарот на неживотно осигурување.

4.5 Банки

Банките се претставници на финансиските институции. Традиционалните облици на банките вклучуваат примање на депозити на пари, давање пари од депозити, процесирање на парични трансакции и услуги на кредитирање. Многу банки нудат поддршка преку финансиски услуги на претпријатијата, индустриските и другите видови на компании и корпорации, а со цел зголемување на добивката; на пример, кредитирање, осигурувачки пакети, различни финансиски вложувања, поддршка во размената на пазарните добра итн.

Банките се значајни “играчи” на финансиските пазари и нудат услуги слични на оние на инвестиционите фондови, потоа заеми, кредити итн. Во некои држави во светот, банките поседуваат мнозински дел од акциите на поголемите индустриски компании, во други, пак, е забрането банките да поседуваат нефинансиски организации или компании. Во трети земји, банките нудат и осигурителни услуги како и услуги поврзани со пазарот на недвижности на нивните клиенти.

За разлика од пензиските фондови, осигурителните компании и фондациите кои си обезбедуваат речиси бесплатни фондови за нивните инвестициони намени, банките за да обезбедат фондови кои ќе ги даваат на заем, мораат да ги привлечат инвеститорите во едно конкурентно опкружување во однос на каматните стапки. Банките си конкурираат меѓу себе, но конкуренција им се и други компании кои нудат други најразлични инвестициони имоти, како акции, обврзници итн. Успехот на една банка зависи, пред сè, од нејзината способност да генерира приноси поголеми од нејзините трошоци за финансирање.

“Банката настојува да ја одржува позитивната разлика помеѓу нејзиниот трошок за ангажираните фондови и приносот на нејзините имоти. Ако банките антиципираат пад на каматните стапки, тие ќе настојуваат да инвестираат во подолгорочни имоти за да ги “заклучат” приносите, а ќе настојуваат да обезбедат краткорочни депозити, чиј каматен трошок се очекува да падне со тек на време. Кога банките очекуваат растечки каматни стапки, тие ќе настојуваат да ги “заклучат” подолгорочните депозити со фиксни каматни трошоци, а фондовите ќе ги инвестираат краткорочно, за да можат да ги искористат повисоките каматни

стапки во иднина. Ризикот на ваквите стратегии е дека банката може да оствари загуби ако неуспешно ја предвиди насоката на промена на каматните стапки”⁴⁴.

Кај банките среќаваме две форми на ликвидност кои им се потребни во текот на нивното работење. Интерната ликвидност која се обезбедува од инвестиционото портфолио на банката, кое пак вклучува високо ликвидни имоти кои можат да се продадат за да се обезбеди готовина и екстерната ликвидност, доколку банката е во можност да позајмува фондови од други банки, од централната банка итн.

“Банките имаат краткорочен хоризонт поради неколку причини. Прво, тие имаат голема потреба за ликвидност. Второ, бидејќи тие сакаат да одржуваат адекватен распон помеѓу каматните приходи и каматните расходи, тие се фокусираат на пократкорочни инвестиции за да го избегнат каматниот ризик и за да не се “заклучат” во долгорочен извор на приходи. Трето, бидејќи банките обично нудат краткорочни депозити, тие имаат потреба да го усогласат рокот на своите средства со рокот на обврските и со тоа да го намалат ризикот”⁴⁵. Согласно на ова, констатираме дека банките се подлежат на повеќе видови на ризици. Тука спаѓа ликвидносниот ризик (кога вложувачите на депозити ќе побараат исплата на своите камати и главнина), кредитниот ризик (кога оние што должат пари на банката по основ на земени кредити не се во можност да го вратат долгот), ризикот од промената на каматни стапки (можноста да банката стане непрофитабилна, во случај кога растечките каматни стапки ги принудуваат банките да плаќаат повеќе за нивните депозити отколку што тие добиваат од дадените кредити).

Нивото или степенот на владина регулација врз банките варира широко. Сепак, генерална констатација е дека банките се контролирани институции. Надзорот над нив го вршат повеќе институции, како што се: централната банка на матичната држава, министерството за финансии, фондот за осигурување на депозити и сл. Исто така, инвестиционата политика на секоја банка зависи од нејзината големина, од позицијата на пазарот итн.

Кога се во прашање институционалните инвеститори, банките како претставници на институционалните инвеститори (пред сè инвестиционите банки)

⁴⁴ Филиповски, В. цит. труд, авторизирани предавања, 2007 г.

⁴⁵ Исто

дејствуваат во голема мера на финансиските пазари, и со тоа компарирајќи им на инвестиционите, пензиските фондови и осигурителните компании. Поголемиот дел од работата на инвестиционите банки е превземен од страна на големи компании, други банки и владини организации кои исто така обезбедуваат услуги за приватни и физички лица. Голем број пак на инвестициони банки (пред се од САД) се проширени во retail секторот додека во исто време некои комерцијални банки преку превземања и спојувања ја имаат зајакната својата присутност во инвестиционото банкарство.

4.5.1 Управување со портфолиото на банките

Банкарските обврски се состојат воглавно во делот на орочените депозити и депозитите по видување. Активата од билансот на состојба се состои од кредити и портфолија од хартии од вредност, како и друг асортиман од останати средства (сметки за тргување, основни средства и др.). Кредитите вклучуваат комерцијални, станбени, потрошувачки и земјоделски кредити воглавно.

Портфолиото на хартии од вредност кај банките игра голема улога во управувањето со ризиците на банката и ликвидните позиции во сооднос со нејзините обврски. Како последица на ова, одборот за управување со ризици ALCO (Asset Liability Risk Management Committee) е одговорен за надгледување на портфолиото од хартии од вредност на банката. Иако банките имаат провизии и останати некаматни извори на приходи и секако некаматни трошоци, каматните приходи и трошоци се главните финансиски варијабли кои влијаат врз профитабилноста на банката. Квантитетот, времетраењето и квалитетот на кредитите на кредитното портфолио и портфолиото од хартии од вредност влијае во голем дел врз каматните приходи на банката.

Имајќи го во предвид фактот дека каматниот приход и каматниот трошок флукутираат во однос на промените на каматните стапки, нето каматната маргина и каматниот спред се клучни индикатори за можноста на банката профитабилно да управува со ризикот од каматни стапки. Од друга страна, портфолиото на хартии од вредност на банката игра значителна улога во остварувањето на целите во однос

на финансискиот перформанс на банката. Во однос на ова, целите на банката во менаџирањето на портфолиото со хартии од вредност, вклучуваат следно:

- Управување на целокупниот ризик од каматните стапки. За разлика од деловните компании и хипотекарните кредити, хартиите од вредност кои го сочинуваат портфолиото на банките претставуваат инструменти кои што се тргуваат воглавно на ликвидните пазари каде што можат за кратко време да се купат или продадат. Поради тоа, хартиите од вредност кои го сочинуваат банкарското портфолио се природни усогласувачки механизми за ризикот од каматни стапки.
- Управување со ликвидноста. Банките ги користат нивните портфолија од хартии од вредност да осигураат дека им е на располагање адекватно ниво на готовина. Продажбата на некои од хартиите од вредност кои го сочинуваат портфолиото на банката е во согласност со потребата на банката за ликвидност, односно потребата од готовина во дадениот момент која банката би ја обезбедила со брзо и ефикасно продавање на некои од хартиите од вредност кои го сочинуваат нејзиното портфолио. .
- Управување на кредитниот ризик. Банките често вкалкулираат значителен кредитен ризик во нивното кредитно портфолио; тие можат да го балансираат тој ризик земајќи во предвид минимален кредитен ризик во нивните портфолија од хартии од вредност. Така што, тие можат да го употребат портфолиото со хартии од вредност за диверзификација на ризикот во случај кога кредитното портфолио не е адекватно диверзифицирано.

“Со цел да ги оптимизираат приносите од депозитите, банките инвестираат на пазарот на пари (краткорочни хартии од вредност) и во должнички инструменти (обврзници) и тоа со најразличен рок на достасување и различна ликвидност. Со оглед на тоа (генерално гледано) дека инвестициите со долг рок на достасување имаат повисок принос, банките сè повеќе користат софистицирани техники со кои

што настојуваат да ги состават нивните посакувани портфолиа и да ги менаџираат средствата/обврските ефикасно⁴⁶”.

Банките исто така ги користат нивните портфолија од хартии од вредност за да задоволат одредени потреби. На пример, во САД банките се обврзани да чуваат државни (владини) хартии од вредност во однос на износите од неосигурани депозити (во форма на колатерал за употреба на средствата). Исто така, во случај кога обврските на банката се чувствителни во однос на промените на каматните стапки (како и нејзиното кредитно портфолио), портфолиото составено од хартии од вредност на банките е составено воглавно од хартии од вредност со фиксен приход (обврзници).

Оваа карактеристика, но и пристрасноста односно настојувањето на запазување на низок кредитен ризик е обврска која ја наметнуваат регулаторите во однос на задолжителното чување на одредени хартии од вредност во портфолиото на банките.

Sakolski вели дека, банките обично не се “големи” купувачи на хартии од вредност како што се акциите. Поаѓајќи од нивната главна функција, а тоа е прибирање на депозити и пласман во вид на кредити за нивните клиенти. Кредитите кои што ги даваат банките во некои случаи може да бидат обезбедени со хартии од вредност (акции) како колатерал. Во овој случај, банките се обезбедени и можат да ги искористат хартиите од вредност (продадат) доколку клиентот не е во можност да го отплаќа кредитот и да обезбедат готовина⁴⁷.

4.5.1.1 Цели поврзани со ризикот

Како главна цел на банките кога управуваат со ризикот е секако нивното фокусирање врз пронаоѓањето начини на финансирање на обврските кон клиентите. Иако банките посакуваат да заработат високи каматни маргини, тие не смеат да го изостават нивото на ризик кое ја загрозува нивната можност за справување со обврските кон депозитите (клиентите) и останатите страни.

⁴⁶ Brentani, C (2004): “*Portfolio management in practice*” Elsevier Ltd., Oxford.

⁴⁷ Sakolski, A.M (1975): “*Principles of investment*” Ronald Press Co., New York

Генерална констатација е дека банките имаат потпросечна толеранција на ризикот кога е во прашање нивното портфолио на хартии од вредност.

4.5.1.2 Цели поврзани со приносот

Целите во однос на приносот на инвестициите кај банките се водени од потребата за да се постигне позитивен принос на инвестираниот капитал. Портфолио менаџерите настојуваат во обидот да се обезбеди позитивен спред во однос на трошоците од финансирање или со други зборови, приносот од инвестицијата да е повисок од трошоците кои се превземаат да се реализира истата.

4.5.1.3 Даночни обврски

Портфолиото од хартии од вредност кај банките подлежи на даночни обврски. Во Соединетите Американски Држави, пред 1983 година целиот износ употребен во финансирањето за купување на хартии од вредност ослободени од данок беше одбиван и банките беа главните купувачи на општинските обврзници. Се до 1986 година, такви одбивања беа комплетно забранети за купувањето на поголемиот дел на општински обврзници и портфолијата од хартии од вредност на банките во САД беа составени од хартии од вредност подлежни на данок.

4.5.1.4 Законски и регулаторни фактори

Регулативите поставуваат рестрикции во поглед на чувањето на обични акции од страна на банките во нивните портфолија но и кај хартиите од вредност со фиксен принос. За да се обезбеди законската резерва и заложните обврски, банките имаат потреба да чуваат значителен износ на краткорочни државни хартии од вредност. Регулативите во однос на ризичниот капитал (RBC-risk-based capital) се главните регулаторни достигнувања ширум светот во поглед на иницијативите за преземање на ризик од страна на банките.

4.6 Фондации

Фондација е правниот термин кој се однесува на непрофитна организација која обезбедува фондови или поддршка за некои други организации или обезбедува извор на средства за сопствени активности. Фондациите покрај непрофитни организации, претставуваат и невладини организации кои своите прибрани средства воглавно ги добиваат од донатори и истите ги користат во корисни цели. Фондациите служат за дистрибуција на приватните фондови или капитал наменети за јавни цели (образование, меѓународни односи, здравје, истражување, хуманитарни активности, религија итн.). Разликуваме: независни фондации (семејните или приватните фондации), јавни фондации, фондации на компании и оперативни фондации (формирани со цел спроведување на некое одредено истражување).

Фондациите (како поверенички фондови – endowment funds) се формираат од придонесите кон добротворни или образовни институции. Наместо веднаш да ги троши фондовите, ваквата организација инвестира за да обезбеди иден тек на доход за организацијата. Инвестиционата политика на фондацијата е резултат на “тензијата” помеѓу потребата за тековен доход и желбата да се планира еден растечки тек на идни доходи, за да се заштити од инфлацијата.

Фондациите за првпат се појавиле уште во средниот век во Европа, како и во земјите од нашето опкружување (Србија, Бугарија). Основачите на овие институции можат да бидат најразлични како што се различни и целите на нивното основање. Тие можат да бидат од областа на здравството, науката, културата и сл. Нивните основачи можат да бидат школи, факултети, болници, претпријатија, познати фамилии, поединци итн. Фондациите до своите средства доаѓаат преку уплатите на основачите, уплатите на членовите, примањето на поклони, оставањето на залог, преку сопствени приходи од инвестиции на финансиските пазари што е од посебно значење и анализирано во овој труд и сл. Овие институции најчесто вложуваат во долгорочни облици на финансиски инструменти-државни хартии, обврзници од висок ранг и сл.

“За да се обезбедат потребите на оперативниот буџет на организацијата, целната стапка на принос се одредува со собирање на стапката на трошење (сумата

која се одлива од фондот секоја година) и стапката на очекувана инфлација. Фондовите кои имаат повереници со поголема толеранција кон ризикот можат да имаат повисока стапка на трошење од оние кои имаат повереници со поголема аверзија кон ризикот. Бидејќи се користи вкупниот принос за да се обезбеди целната стапка на принос, организацијата ги повлекува и доходот и капиталните добивки со цел да ги покрие буџетираните потреби. Толеранцијата кон ризикот е во голема мера под влијание на колективната толеранција кон ризикот на поверениците на организацијата”⁴⁸.

Поради големиот инвестиционен период, потребата за ликвидност е од мало значење, освен во врска со потребата за трошење на одредена сума секоја година, како и одржувањето на едно ниво на готовина за вонредни околности. Многу фондации се ослободени од оданочување, иако доходот на некои од нив се оданочува со ниски стапки.

4.6.1 Управување со портфолиото на фондациите

4.6.1.1 Цели поврзани со ризикот

Кај фондациите, за разлика од строго регулираните пензиски фондови постои поголема толеранција на нивото на ризик. Имено, пензиските фондови имаат строго одредена обврска кон пензионерите и нивните исплати, додека фондациите пак немаат таква строго дефинирана обврска. Така што, инвестиционата политика кај фондациите може да биде повеќе флуидна и креативна, како и повеќе агресивна за разлика од инвестиционата политика кај пензиските фондови. Исто така, прифатлив за фондациите се смета обидот за заработка односно добивање на поголема стапка на принос на средствата, барајќи колку што е можно повеќе принос од вложените средства. Таквото “однесување” од страна на фондациите е дозволиво бидејќи финансирањата на организациите кои се поддржани од фондациите се во суштина неограничени.

⁴⁸ Филиповски, В. цит. труд, 2007 г.

4.6.1.2 Цели поврзани со приносот

Фондациите се разликуваат во своите потреби и цели од останатите институционални инвеститори, па следствено на тоа и разликата во нивните цели на принос на инвестициите. Некои фондации се основаат за краток временски период, некои пак се основаат да дејствуваат бесконечно. За оние фондации основани за долг временски период, целта на приносот на средствата е на долг рок, односно опфаќа зачувување на вистинската вредност на инвестицијата (со прилагоденост во однос на инфлацијата). Таквата политика, доколку е успешна, го зачувува трошењето од страна на фондацијата во реални услови, обезбедува одржување просечен годишен одлив, постигнувајќи т.н неутралност: соодветна и правична балансираност помеѓу интересите на сегашните и идните корисници на поддршката од страна на фондацијата.

Доколку се предвидени 5% годишни трошоци како минимум за фондациите и се додадени 0,3% проценети трошоци за инвестирање, стапката на приносот на портфолиото треба да изнесува 5,3%. Ако на ова се додаде и стапката на инфлација која да претпотавиме е 2%, тогаш се добива износот од 7,3% посакуван принос на портфолиото. Секако дека ова претставува приближната проценка за добивањето на стапката на принос. По детално ако се анализира, формулата за посакуваниот минимален принос на инвестицијата би го имала следниот облик:

$$(1,05)*(1,003)*(1,02) - 1 = 0,0742 \text{ или } 7,42\%.$$

4.6.1.3 Потреби за ликвидност

Ликвидносните потреби на фондациите се во износ на очекуваните потреби за готовина. Како што беше веќе спомнато, годишната потрошувачка стапка кај фондациите (процентуалниот одлив на готовина кај фондациите кој се инвестира годишно) во некои земји како што се САД е и задолжителна со закон и изнесува минимум 5% годишно. За да се избегне “ерозија” на реалната вредност на портфолиото, повеќето фондации избираат да се потроши само овој законски одреден износ во трошењето готовина. Исто така, со цел да ги избегнат големите флукуации во оперативниот буџет, фондациите го користат т.н “smoothing”

правило, со кое што ги упросечуваат вредностите на средствата за даден период со цел да се намали стапката на потрошувачка во случај кога постојат флукуации на вредноста на средствата. Карактеристично за ликвидносните потреби на фондациите е и тоа што тие чуваат резерви на готовина и ги трошат на крајот од годината со цел да ја остварат минималната законска потрошувачка доколку секако таа не е остварена во текот на инвестирањето низ целата година.

4.6.1.4 Временски хоризонт

Повеќето од фондациите се основаат на неопределено време и нивната цел е да опстанат колку што е можно повеќе, односно без временско ограничување. Инвеститорите често се на мислење дека фондациите кои што се основани на долг рок им обезбедуваат поголема можност да се “борат” со ризикот, бидејќи поголем временски хоризонт им обезбедува автоматски повеќе време за надоместување на евентуалните загуби.

4.6.1.5 Даночни обврски

Во некои држави, приходот кој не е поврзан со основната дејност на фондациите е предмет на даночни давачки и тој се класифицира како “неповрзан приход од бизнисот” Така на пример, музеј кој што нуди на продажба уметнички дела не може да продава моторни возила бидејќи тој приход се смета како несоодветен од основната дејност на музејот, а тоа е продажба на уметнички дела. Исто така, овие институции (пред се, приватните фондации во САД) се обврзани да плаќаат и данок (обично во износ од 2%) од нивниот нето инвестиционен приход. Нето инвестиционен приход вклучува дивиденди, камати и капитални добивки, притоа невклучувајќи ги трошоците на фондацијата поврзани со “производството” на таквиот приход (на пр. трансакциските трошоци при тргувањето со хартии од вредност).

4.6.1.6 Законски и регулаторни фактори

Фондациите можат да бидат предмет на законски и други регулаторни ограничувања кои што варираат, односно се разликуваат во различни држави, но и по типот на фондацијата. Повеќето држави во САД го имаат прифатено актот на унифицираност на управувањето со институционалните фондови, водечки регулативен фактор кога станува збор за фондации со образовни, религиозни и добротворни цели.

4.6.1.7 Заеднички карактеристики

Со претходна согласност од давателот (финансиерот) на фондацијата, некои фондации употребуваат и свој договори или некои други трансакции со финансиски деривативи кои што овозможуваат исплати од веќе диверзифицираното портфолио. Ваквата стратегија му овозможува на финансиерот на фондацијата да обезбеди гласачки права од некоја акција, односно кај некоја компанија и во исто време да поседува постабилно инвестиционо средство во портфолиото на фондацијата. Joel Orosz идентификува 7 “дилеми” кај управувањето со фондациите:

- стратешко планирање наспроти флексибилност;
- иновативност наспроти имплементација;
- експертско управување наспроти аматерско управување;
- висока нерешителност наспроти ниска нерешителност;
- висока експонираност наспроти ниска експонираност;
- широчина наспроти длабочина (во контекст на донесување одлуки за инвестирање) и
- ниски трошоци наспроти високи трошоци⁴⁹.

Според Kochard и Rittreiser, фондациите со повеќе или помалку потешкотии ќе го одржат нивното опстојување. “Дали фондацијата како институција ќе може да опстојува од правилното инвестирање на донациите се

⁴⁹ Orosz, J. (2007): “*Effective foundation management*”, Alta Mira Press, Plymouth, UK

појавува како суштинско прашање. Исто така, успешно управување со фондацијата подразбира не само управување со пари во форма на инвестиции, туку и во форма на водење бизнис⁵⁰.

4.7 Донаторски организации

Донаторските организации играат важна улога во успешноста и виталноста на денешните активности за општите или јавните потреби. Инвестиционите портфолија на добротворните организации имаат обично статус портфолија на долг рок и обезбедуваат значителна поддршка за универзитетите, колежите, приватните училишта, болниците, музеите и религиозните организации. Терминот донаторска организација има две значења. Првата е дека се работи за долгорочно инвестиционо портфолио на организација која превзема активности од јавен карактер, односно за јавни потреби. Правно и формално пак, терминот донаторска организација се однесува на постојан фонд основан од донаторот кој што има задача да ја одржува основната главнина во текот на неговото постоење. За разлика од фондациите, донаторските организации немаат како услов одреден минимум средства кој што треба да биде потрошен (искористен) во текот на годината. Исто така, ако се земе во предвид фактот дека овој тип на институции (организации) се во сопственост на непрофитни организации, тие генерално се ослободени од данокот од приход од инвестиционата активност, данокот од дивидендите, данокот од капиталните добивки итн.

Според Chris Russell, донаторските организации се постојано зависни од нивните инвестициони приноси. “Прво, со цел да се финансира нивната тековна потрошувачка на годишно ниво, но и да се одржува, односно да се настојува да се подобрува основната главнина за во иднина⁵¹”

Обично, големите инвестициони портфолија на донаторските организации, се состојат од најразлични видови на инвестициони фондови. Секој од инвестиционите фондови е основан за некоја специфично одредена цел, и има

⁵⁰ Kochard, L.E and Rittereiser (2007): “*Foundation and endowment investing*” John Wiley&Sons, New Jersey

⁵¹ Russel, C. (2006) : “*Trustee investment strategy for endowments and foundations*”, John Wiley & Sons Ltd., New Jersey.

форма на подарок од страна на донаторот. Иако многу донаторски организации се неограничени во делот на потрошувачката на подарените средства, некои се ограничени во потрошувачката чија што цел е претходно точно прецизирана. Така на пример, еден ограничен фонд може да поддржува стручна обука за професори, додека друг фонд е стриктно наменет за поддршка на студентите во вид на стипендии. Во овој случај, парите наменети за стручното обучување на професорите не можат да се употребат за донирање на стипендии кон студентите.

Донаторските организации се витален извор на финансирање на повеќето од ваквите организации за покривање на јавни потреби и преносот на средствата кои се донираат треба да биде значителен за поддршката на таквите програмски потреби. Големи флукуации во потрошувачката од година во година секако дека може да предизвика нарушување во оперативниот буџет на донаторската организација. За таа цел, потрошувачката треба да биде секогаш стабилна и сигурна. Имајќи го во предвид фактот дека донаторите основаат фондови за финансирање на некоја активност, институциите кои ги примаат средствата од донаторите генерално работат претпазливо со цел да се заштити куповната моќ на финансиските средства кои се донирани.

Според Faber и Richardson, средствата на донаторските организации се во најголем дел големи (обемни) и растечки. “Донаторските организации исто така не се предмет на оданочување во поголемиот број земји, имаат долгорочен временски хоризонт на дејствување и имаат неколку минимални ограничувања во вложувањето на своите средства⁵²”.

Историски гледано, пред 1970 година, приходот беше основа за формирање односно детерминирање на потрошувачките текови на донаторските организации. Тие потоа инвестираа воглавно во акции, обврзници и ја “трошеа” дивидендата и приходот од каматите. За жал, следејќи ги ваквите политики на донаторските организации, потрошувачката не беше во сооднос со вкупниот принос на инвестиционото портфолио по инфлацијата. Понатаму, смената кон високо приносни средства дозволуваше зголемена потрошувачка од портфолиото, но се

⁵² Faber, M.T и Richardson, E.W. (2009): “*The Ivy portfolio: How to invest like the top endowments and avoid bear markets*”, John Wiley & Sons, New Jersey.

намали можноста на донаторската организација да генерира адекватни долгорочни приноси усогласени со инфлацијата на годишно ниво.

Денеска, повеќето донаторски институции ги детерминираат тековите на потрошувачка преку политики базирани на вкупните приноси рефлектирани во пазарни вредности. Правилото за потрошувачка, кое го дефинира износот на потрошувачката, во голема мера помага во дисциплината во буџетирањето и целокупниот процес на финансиско управување. Балансираниот буџет не е значајно достигнување доколку резултира со повлекување на средства од донаторската организација колку што е потребно да се покрие дефицитот.

4.7.1 Управување со портфолиото на донаторските организации

Потрошувачката кај донаторските организации е обично пресметана како процент, која се движи обично помеѓу 4 и 6% од пазарната вредност на донаторската организација. Во пресметката на потрошувачката, донаторските организации често употребуваат просек на тековната пазарна вредност на портфолиото, за да обезбедат поголема стабилност во износот на пари (готовина) кој што се дистрибуира годишно. Со вметнувањето на таков просек, портфолио менаџерите на донаторските организации можат да ги усогласат пазарните вредности на портфолиото со изразената инфлација. Заеднички прифатеното, односно познатото едноставно правило кажува дека е потребно трошење на 5% од просекот на пазарната вредност на донаторската организација од последните три години. Еден од проблемите кај ова правило е тоа што тоа дава премногу значење на пазарните вредности од последните три години отколку на последните резултати. И во случај да пазарната вредност на донаторската организација е стабилна во изминатите две години, вонреден принос од пред три години може да изнуди драматична промена во потрошувачката оваа година. Едно попрочистено правило користи геометриски опаѓачки просек на минатите пазарни вредности на донаторската организација, усогласено со инфлацијата, каде што се дава поголемо значење на последните пазарни вредности и помалку на минатите. Во прилог следат примери на т.н правила на потрошувачката.

- “Обично правило на потрошувачка”

Потрошувачка $t =$ стапка на потрошувачка * пазарна вредност на крајот на годината $t-1$

- “Правило на подвижен тригодишен просек”

Потрошувачка = стапка на потрошувачка * (1/3) (пазарна вредност $t-1$ + пазарна вредност $t-2$ + пазарна вредност $t-3$).

- Геометриски опаѓачки просек

Потрошувачка = опаѓачка стапка * (потрошувачка $t-1$ * (1+инфлација $t-1$)) + (1- опаѓачка стапка) * (потрошувачка стапка * пазарна вредност на почетокот на минатата година $t-1$).

Бидејќи повеќето донаторски институции го комплетитраат нивниот процес на буџетско планирање пред да биде позната пазарната вредност на донаторската компанија на почетокот на (фискалната) година, би било препорачливо да се пресмета потрошувачката од вредноста на донаторската компанија на датум пред процесот на детерминирање на финалниот буџет. Геометриски опаѓачкото правило го користи овој пристап како и пазарната вредност на донаторската организација пресметана пред почетокот на фискалната година, а не на крајот на фискалната година.

Cochard, L.E и Rittereiser, C.M, во својата најнова книга под наслов: *Foundation and endowment investing*, забележуваат: “Остварувајќи импресивни приноси во текот на претходните години, фондациите и донаторските организации, конечно го добија приматот – инвестициски куќи. Нивните софистицирани портфолија, менаџирани од талентирани финансиски експерти доведоа до тоа, овие видови на институционални инвеститори да станат мошне влијателни за време на нивниот долг временски хоризонт на дејствување на пазарите на капитал – што во исто време им дава слобода да превземаат повеќе ризици и да прифаќаат нови инвестиции многу порано од останатите инвеститори⁵³”.

⁵³ Kochard, L.E and Rittereiser, C.M (2007): *“Foundation and endowment investing”* John Wiley&Sons, New Jersey

4.7.1.1 Цели поврзани со ризикот

Инвестициониот ризик на донаторската организација треба да се пресмета во согласност со нејзината политика на трошење и во контекст со нејзината долгорочна цел, за да се обезбедат значителни, стабилни и одржливи текови на трошење. Политиките на потрошувачка кои користат т.н просечни правила, би можеле да го намалат трошењето, дозволувајќи и на институцијата да прифати краток рок на волатилност кај портфолиото стремејќи се за високи долгорочни инвестициони приноси неопходни за финансирање разни програми и задржување на куповната моќ.

Инвестиционите портфолија на донаторските компании со многу ниска волатилност или инвестиционен ризик, обично обезбедуваат очекувано ниски приноси, што пак го зголемува ризикот за неуспех кај донаторската организација, односно остварување на нејзините цели поврзани со стабилноста и одржливоста. Нискиот инвестиционен ризик не значи и низок ризик за остварување на поставените цели на донаторската организација.

Толеранцијата кон ризикот зависи од улогата на донаторската организација во нејзиниот оперативен буџет и нејзината можност да се прилагоди кон нивото на потрошувачката. Доколку приходот на донаторската организација претставува само мал дел од буџетот, “сиромашни” инвестициони приноси би можело да имаат мал придонес или значење во крајна линија. Сепак, големи падови во вредноста на имотот на донаторската организација би можело да предизвикаат сериозни последици доколку приходот претставува голем дел од севкупните приходи. Доколку истите пазарни фактори влијаат и врз донаторот и врз неговата донаторска организација, во тој случај институцијата која ги прима донациите и воглавно зависи од нив може значително да го доведе во прашање нејзиниот опстанок.

На краток рок, ризикот на портфолиото на донаторската организација може да биде поголем доколку донаторската организација има веќе обезбедено силни приноси од минатиот период и потрошувачката стапка е под нивото на предвидената сметана стапка на долг рок. Во овој случај, вредноста на донаторската организација би можела да опадне, но потрошувачката е во состојба да се зголемува во наредната година. Сепак, високата стапка на потрошувачка

може да ја влоши или загрози ситуацијата на донаторската организација или институцијата која ја прима донацијата бидејќи тие можат да дојдат во ситуација да бидат принудени да ги скратат оперативните трошоци.

Краткорочните притисоци кон перформансот на портфолиото ќе иницираат послаба волја да се прифати високо ниво на ризик. Покрај нивните долгорочни инвестициони мандати, портфолио менаџерите кај донаторската организација често доаѓаат во ситуација да бидат под притисок за да прикажат добар перформанс во релативно кратки периоди, а тоа е од неколку причини. Слабите инвестициони резултати би можеле да доведат до намалување на нивото на потрошувачка кај донаторската организација. Исто така, на ова се надоврзува и честиот надзор кој го имаат поверениците и менаџерскиот тим според кој ти се вреднуваат обично на краток рок-една година. Повеќето големи донаторски организации се “видливи” односно нивните поддржувачи и институции би можело да го анализираат нивниот годишен перформанс. Поради тоа, донаторските организации треба да се оценат објективно и доколку е потребно да ја зајакнат нивната постоечка толеранција кон ризикот и краткорочната волатилност пред да започнат со извршување на предвидените инвестициони стратегии кои што се базирани на долгорочен инвестиционен хоризонт.

4.7.1.2 Цели поврзани со приносот

Донаторските организации имаат цели кои стремат кон висок принос, притоа обезбедувајќи сигурен, стабилен и одржлив тек на приходи за нивните активности. Ако се земе во предвид фактот дека донаторските организации обезбедуваат значителна поддршка во активностите на одредени институции и кои без таквата нивна поддршка не би можеле да функционираат воопшто, приносите се проценува дека треба да бидат колку што е можно повисоки. Портфолио менаџерот на донаторската организација мора да балансира помеѓу обезбедувањето на значајни извори на пари за институциите каде што се донира и во исто време да обезбедува стабилен тек на приносите. Непредвидливите текови на донаторската организација се несоодветни за програмите во кои се донира, кои што имаат потреба од постојани трошоци и кои што вработуваат персонал. Понатаму,

донаторските организации мораат да ги балансираат стабилните и значајни цели кои се однесуваат на потрошувачката, со императивот обезбедување на значајна поддршка или со други зборови одржување на долгорочна куповна моќ со вклакулирана стапка на инфлација.

Донаторските организации често имаат потреба да генерираат високи долгорочни стапки на принос со цел да обезбедат значаен тек на потрошувачката кај институциите погодени од стапки на инфлација повисоки од просечните во економијата. Растот на трошоците за образование во САД и Европа е еден пример. Инфлацијата за трошоците на образование е повисока во однос на оние на пошироката економија како БДП, односно од индексот на цените на потрошувачка (CPI). Целта која вели “обезбедување на значителни, стабилни текови на финансирање на програмите на институциите кои користат донации” обезбедува корисна рамка за вреднувањето на инвестицијата и политиките на потрошувачка. Monte Carlo е една од симулациите и техниките кои го илустрираат ефектот од инвестирањето и политиките на потрошувачка, така што би се обезбедило стабилен и одржувачки тек на финансирање на институцијата. За да помогне оваа симулација, секако дека претходно треба да се дефинираат мерките на ризиците кои треба да се превземат. Толеранцијата на ризикот овде ќе зависи од улогата на донаторската организација во однос на нејзините активности и нејзината можност да се прилагоди кон намалената потрошувачка.

Доколку приносите немаат волатилност, донаторската организација може да ја постави потрошувачката на стапка која е еднаква со реалниот принос. Приноси повисоки од потрошувачката би биле реинвестирани за да се компензира инфлацијата и донаторската организација би ја задржала на тој начин нејзината куповна моќ. Со цел да се постигне целта на одржување на куповната моќ, донаторската организација мора да ја задржи нејзината долгорочна стапка на потрошувачка под нејзиниот долгорочен и очекуван реален принос.

Заклучок е дека донаторската организација мора да ги координира нејзините инвестиции со нејзините политики на потрошувачка. Приносот на донаторската организација треба да ја надмине стапката на потрошувачка со цел заштита од долгорочна загуба на куповната моќ. Пресметувањето на целта на приносите како збир од стапката на потрошувачка, очекуваната стапка на инфлација и трошокот за

генерирање на инвестициони приноси може да се употреби како појдовна точка во определувањето на поскауваната цел на принос кај донаторската организација. Како што е предвидено со симулацијата Монте Карло, донаторската организација можеби ќе има потреба да ја постави нејзината цел на принос повисоко од гореспоменатата појдовна точка со цел да ја заштити нејзината куповна моќ.

4.7.1.3 Потребни за ликвидност

Природата и мерките на потрошувачката на донаторската организација ја лимитираат нејзината потреба за ликвидност. Донаторската организација мора да поседува готовина за да ги извршува тековите на потрошувачка, да се справува со капиталните обврски и да ги прави полесни трансакциите кои се однесуваат на балансирање на портфолиото. Покрај “подароците”, инвестициониот принос кај донаторската организација, нормалната продажба на хартии од вредност и достасувањето на обврзниците ги обезбедуваат потребите за готовина кај донаторската организација. Иако, обично донаторските организации поседуваат поголема ликвидност отколку што е потребно, портфолио менаџерите треба да го следат потенцијалот за големи капитални проекти, како на пример, планирани капитални расходи за конструирање на некој објект. Генерално гледано, донаторските организации инвестираат во ликвидни, прилично стабилни хартии од вредност.

4.7.1.4 Временски хоризонт

Во принцип, временските хоризонти на донаторските организации се долгорочни поради целта за одржување на куповната моќ до бесконечност. Годишните пресметки за потрошувачката, сепак може да доведат до активности преземени на краток рок, бидејќи донаторските организации често употребуваат пазарни вредности за да ја одредат потрошувачката, и секое годишно повлекување на капитал има свој специфичен временски хоризонт. Сепак, намалувањето на капиталот кај донаторската организација со цел финансирање на некои големи

проекти може да доведе до повеќефазен временски хоризонт во некои определени случаи.

4.7.1.5 Даночни обврски

Иако оданочувањето варира во државите кога станува збор за донаторските организации, тоа сепак не е голема грижа за нив. Во САД на пример, донаторските организации во сопственост на непрофитни организации се ослободени од данок на приход од инвестирање, дивиденди, капитални добивки и авторски права. Сепак, во одредени услови, неповрзаните приходи, односно приходите од активности кои не се својствени за донаторските организации можат да бидат предмет на оданочување.

4.7.1.6 Заеднички карактеристики

Донаторските организации се разликуваат по нивната големина, управување и персоналот кој што е вработен, така што инвестиционите стратегии се практично различни и варираат од една до друга донаторска организација. Донаторските организации можат да бидат многу мали, кои обезбедуваат финансиска помош за некоја мала активност во текот на еден ден, па се до многу големи каде што се финансираат односно поддржуваат цели универзитети. Одговорноста за управувањето со средствата на донаторските организации паѓа врз поединци кои имаат искуство во инвестирањето. Исто така, лицата кои се одговорни за управувањето со инвестициите на донаторските организации можат да бидат поголем број високо платени и искусни професионалци кои се ангажирани и на други места. Овој широк спектар на експерти и професионалци обично има различни ставови во врска со веќе поставената инвестициона програма и усвоена од управниот одбор (доколку постои), сугестирајќи на управниот одбор дека таквата програма ја ограничува во многу делови инвестицијата.

Многу донаторски организации кои спаѓаат во редот на големи, се лидери во донесувањето одлуки за инвестирање во т.н алтернативни инвестиции како што се: недвижности, приватни компании, природни извори и најразлични стратегии за

принос. Овие инвестиции бараат многу време и добар тим за да ги пронајде истите, да ги анализира, вреднува и следи. Бидејќи активната управувачка компонента – приносот во овие алтернативни, помалку ефикасни пазари е многу значајна за долгорочен успех, донаторските организации треба да се обезбедени со значајна експертиза пред да инвестираат во овие нетрадиционални средства.

Некои од институциите кои ги примаат и користат донациите, развиваат етички инвестициони политики кои подоцна стануваат ограничувања во инвестирањето и помагаат да се обезбеди, осигура и усогласи инвестиционата активност со целите на донаторската организација. Овие политики би можело да ги наведат портфолио менаџерите да размислуваат и за политичките и социјалните фактори кои се земаат во предвид при донесувањето на одлука за инвестирање. Во одредени ситуации етичките инвестициони политики се употребуваат во обид да се заштити работната сила на децата, коцкањето, тутунот и човечките права.

ГЛАВА 5

Компарација на портфолио менаџментот на институционалните инвеститори во Хрватска и Словенија со институционалните инвеститори во Република Македонија

Последната глава од трудот е посветена на споредбата на портфолио менаџментот на институционалните инвеститори во нашата земја со портфолио менаџментот кај институционалните инвеститори во Република Словенија и Република Хрватска. Сето ова е во функција на правење на компаративна анализа помеѓу словенечките и хрватските институционални инвеститори и нивното управување со портфолијата на хартии од вредност, со младите и недоволно развиени институционални инвеститори во нашата држава.

Ќе бидат анализирани и воедно споредувани сите претставници на институционални инвеститори, пред се, инвестиционите фондови, пензиските фондови, осигурителните компании, и банките. Ќе се користат податоци од берзите на овие три држави, од официјалните институции кои го регулираат пазарот на капитал (Комисија за хартии од вредност во Р.Македонија и соодветните институции во Хрватска и Словенија), податоци од Агенциите за супервизија во осигурувањето, како дел што го тангира осигурителниот сектор и институционалната законска регулатива која влијае врз управувањето со портфолиото на овој тип институционални инвеститори. Понатаму, податоци од банкарскиот сектор, пред се од централните банки на овие држави ќе бидат земени во предвид со цел да се види учеството и крајните дестинации на вложувањата на банките како претставници на институционалните инвеститори. На крај, ќе се црпат податоци од пензиските фондови односно нивните статuti и проспекти (од двата задолжителни пензиски фондови во Република Македонија), како и од неколку пензиски фондови од Република Хрватска и Словенија, а со цел да се

согледа структурата на вложувањето, односно управувањето со хартиите од вредност.

5.1 Портфолио менаџментот кај институционалните инвеститори во Република Хрватска

5.1.1 Пазарот на капитал во Република Хрватска

Пазарот на капитал во Република Хрватска го сочинуваат 20 брокерски куќи, 21 банка, 33 друштва за управување со инвестициони фондови и 4 друштва за управување со пензиски фондови кои имаат овластување да нудат инвестициски услуги и да обавуваат инвестициски активности согласно со одредбите на Законот за пазар на капитал⁵⁴. Сите наведени инвестициски друштва и банки, вклучувајќи ја и Загребската берза и Централниот Депозитар за хартии од вредност се членки на здружението за работење и посредување на финансиските пазари во Хрватска, односно Хрватската Стопанска Комора. Хрватската Агенција за надзор на финансиските услуги е надзорно тело во чиј што делокруг и надлежност спаѓа надзорот на финансиските пазари, надзор на субјектите учесници на финансиските пазари и надзор врз нивните финансиските услуги кои што ги обавуваат.

Законот за пазар на капитал е донесен 2009 година и ги уредува начините за основање, работење, надзор и престанок на инвестициските друштва во Република Хрватска. Покрај овие активности, овој закон ги уредува правилата на тргување на финансиските пазари во Р.Хрватска, начините за понуда на хартии од вредност, обврските во врска со објавувањето на информации кои се однесуваат на хартиите од вредност, злоупотребите на финансиските пазари и др. Со овој закон се пренесуваат и одредени директиви на Европската Унија и во детали се уредува спроведувањето на одредбите на Европската Унија во оваа област. Истата практика е пренесена и со Законот за превземање и Законот за инвестициони фондови кои што се во голем дел усогласени со регулативите и одредбите на Европската Унија.

Пензискиот сектор го сочинуваат 4 друштва за задолжително пензиско осигурување кои раководат со 4 задолжителни пензиски фондови. Овој број е

⁵⁴ Извештај на Светска банка – Финансискиот сектор во Хрватска, 2009 година.

намален за 3 друшта односно фондови, колку што имаше на почетокот на спроведувањето на реформата во пензискиот систем во Република Хрватска. Покрај задолжителните, постојат и доброволни пензиски фондови кои ја заокружуваат пензиската реформа во Република Хрватска⁵⁵.

Исто така, како важен момент во врска со пензискиот систем во Хрватска е тоа што сите лица кои се во работен однос, а помлади од 40 години задолжително плаќаат 5% од нивниот бруто личен доход на пензиски фонд по нивен избор. На тој начин, пазарот на хартии од вредност има дополнителен бенефит од оваа “инфузија” на капитал⁵⁶.

Регулативата и супервизијата на осигурителниот сектор во голема мера се зајакнати, по стапувањето на сила на новиот Закон за осигурување во 2005 година. Како што е случај и со останатите закони, така и овој закон во голема мера е усогласен со Европските фирективи и одредби во областа на осигурувањето. Неживотното осигурување е добро развиено, но сепак животното осигурување во голем дел заостанува и сеуште е недоволно развиено. Генерално гледано, осигурителниот бизнис во Република Хрватска е помалку развиен од оној на земјите во Западна Европа и Северна Америка, но подобро котира од многу останати земји ширум светот⁵⁷. Процентот на издадени полиси за животно осигурување во однос на вкупниот број издадени полиси (животно и неживотно осигурување) порасна од 17% на 27% во периодот од 2000-2006 година, а потоа имаше стагнација во годините што следеа. Во неживотното осигурување, доминира осигурувањето на возила кое сочинува 42% од вкупниот број на издадени полиси во 2008 година. Истата година, забележано е присуство на 4 осигурителни компании за животно осигурување и 16 осигурителни компании кои што нудат услуги од областа на неживотното осигурување⁵⁸.

Пазарот на капитал во Република Хрватска е отворен подеднакво како за домашните така и за странските државјани. Странските државјани имаат можност

⁵⁵ Европска Унија, Извештај за Хрватска, 2009 година.
http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/croatia/screening_reports/screening_report_09_hr_internet_en.pdf

⁵⁶ Stulhofer, A. (1999), “Povratak u buducnost: process privatizacije i hrvatska javnost”, Институт друштвених знаности, Загреб, стр. 11

⁵⁷ Европска Унија, Извештај за Хрватска, 2009 година.

⁵⁸ Исто

да отворат нерезидентни сметки и на тој начин се во можност да управуваат со своите инвестиции дома и во странство. Законот за девизен пазар дозволува да се купуваат или продаваат хартии од вредност во Република Хрватска во согласност со регулативата која ги регулира трансакциите со хартии од вредност.

Анализирајќи го пазарот на хартии од вредност во Република Хрватска во изминатите неколку години, се доаѓа до заклучок дека “врвот” беше достигнат во 2007 година. Во 2008 година, вредностите на акциите се намалија за 67%, и тоа од 70 милијарди американски долари (350 милијарди хрватски куни) на 20 милијарди американски долари (70 милијарди куни), правејќи ја 2008 година најлоша трговска година од основањето на Загребската Берза⁵⁹. Во согласност со податоците на централниот депозитар за хартии од вредност на Хрватска, 856.000 хрватски државјани сега поседуваат акции.

Во 2008 година, прометот на Загребската берза изнесуваше 6,3 милијарди американски долари, од кои 2,27 милијарди американски долари беше дело на институционалните инвеститори. Во 2007 година пак, гледајќи споредбено трансакциите достигнуаат промет од 13,34 милијарди американски долари, а 7,83 милијарди американски долари беа препишани на сметка на институционалните инвеститори⁶⁰. Овој податок говори дека процентот од тргување на институционалните инвеститори на хрватскиот пазар на хартии од вредност изнесуваше повеќе од 50%, што е јасен податок за значењето кое го имаат инвестиционите фондови, осигурителните компании и банките за пазарот на капитал. Во годините 2009 и 2010 значително беше намален годишниот промет на Загребската берза, ситуација, која што беше карактеристична и за останатите пазари на капитал во поблискиот регион. Имено, во 2009 година, прометот изнесуваше 10.912.582.618 хрватски куни⁶¹ или околу 2 милијарди и 80 милиони американски долари, додека во 2010 година беше за 18,2% повисок во однос на 2009 година и знесуваше 12.899.282.583 хрватски куни или 2 милијарди и четиристотини и шеесет и еден милион американски долари.

⁵⁹ Извор: Загребска берза (<http://zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE-2008.pdf>). “Преглед на тргувањето во 2008 година”

⁶⁰ Извор: Загребска берза (<http://zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE-2008.pdf>). “Преглед на тргувањето во 2008 година”

⁶¹ Извор: Загребска Берза. Преглед на тргувањето за 2009 и 2010 година.

Во врска со пазарот на капитал во Република Хрватска, интересно е да се спомене т.н ваучерска приватизација⁶². Нетипично во споредба со останатите држави кои го применија овој метод на приватизација на државните компании и каде што ваучерите (сертификатите за приватизација) беа поделени на најголемиот дел од населението, во Хрватска тоа не беше случај и ваучерите беа поделени, пред сè, на бегалците и на жртвите (нивните законските наследници) од граѓанската војна во Југославија. Имено, со ваучерите им се даде можност на овие лица да инвестираат во акции од приватизираните компании директно или преку приватни инвестициони фондови. Акциите на приватизираните компании, пак беа достапни преку специјални аукции за приватизација кои се однесуваа на сопствениците на ваучери⁶³. Последната аукција за приватизација на државните компании беше спроведена во Октомври 1998, со што се заокружи процесот на приватизација на компаниите во државна сопственост.

5.1.2 Инвестиционите фондови во Р. Хрватска

5.1.2.1 Затворени инвестициони фондови во Р.Хрватска

Во Република Хрватска, постојат класични инвестициони фондови од затворен тип или затворени инвестициони фондови, кои, за разлика од приватизирачките фондови (кои ќе бидат разгледани во продолжение) прибираат парични средства, а не ваучери. Имено, пред “претворањето” на приватизирачките инвестициони фондови во затворени инвестициони фондови постоеја само два, за да после претворањето нивниот број се зголеми на осум, заклучно со Февруари 2010 година⁶⁴.

⁶² Која започна 1998 година

⁶³ 91% од физичките лица ги употребија своите ваучери во приватните инвестициони фондови за разлика од останатите кои истите ги инвестираа во приватизирани компании по нивен сопствен избор.

⁶⁴ Извор: “Кадоган едукација - Извештај за Хрватска”
(http://www.cadoganeducation.co.uk/countries/croatia_report.html)

5.1.2.2 Отворени инвестициони фондови во Р.Хрватска

Од основањето на првиот отворен инвестиционен фонд во Р.Хрватска во 1998 година, бројот на отворените инвестициони фондови значително се зголемуваше во текот на изминатите години и достигна до бројката од 130 (вклучувајќи ги отворените инвестициони фондови формирани преку јавна понуда и отворените инвестициони фондови формирани преку приватна понуда), заклучно со Февруари 2010 година⁶⁵. Генерален заклучок е дека инвестиционите фондови рапидно се зголемуваа како што беше случај и со нивната нето вредност сè до крајот на 2007 година. Подоцна се јавија големи проблеми кои беа резултат на светската економска криза, проблеми кои се однесуваат, пред сè, на опаѓањето на нето вредноста на фондовите и се присутни до ден денес. Сепак, како главна причина за доброто функционирање на овој тип инвестициони фондови и нивната атрактивност беше законската рамка која дозволува инвестиционите фондови да ги инвестираат своите средства во странство.

Табела 5.1 Број на отворени и затворени инвестициони фондови во Р.Хрватска и нивната нето вредност (1999-2010)

Година	Отворени инвестициони фондови		Затворени инвестициони фондови	
	Број на фондови	Нето вредност (во 000 ХРК)	Број на фондови	Нето вредност (во 000 ХРК)
1999	2	23.951	/	/
2000	5	144.884	/	/
2001	14	1.337.817	6	1.210.173
2002	27	2.462.855	7	1.208.836
2003	37	478.946	4	976.996
2004	41	1.585.934	5	1.120.273
2005	56	8.834.460	6	1.537.356
2006	72	7.204.529	7	2.443.431
2007	100	30.056.247	9	3.682.360
2008	126	9.890.231	11	1.895.576
2009	130	12.034.941	10	1.840.765
2010	131	13.674.346	8	1.648.536

Извор: Хрватска Агенција за надзор на финансиските услуги: Табеларен преглед на отворените и затворените инвестициони фондови во Р.Хрватска и нивната нето вредност во период 1999-2010 г. (<http://www.hanfa.hr/index.php?ID=0&LANG=HR&AKCIJA=10>)

⁶⁵ Исто

5.1.2.3 Приватизирачки инвестициони фондови во Р.Хрватска

Во Република Хрватска беа присутни 7 приватизирачки инвестициони фондови кои воглавно беа формирани за потребите на приватизацијата на хрватските компании во државна сопственост. Тие располагаа со потполна “слобода” во инвестирањето така што беше дозволено да инвестираат неограничени проценти од нивните средства, при тоа не надминувајќи ја границата од 10% од капиталот на поединечна компанија. Како резултат на одредени промени во законската регулатива во 2002 година, кон крајот на истата година овие фондови беа трансформирани во затворени инвестициони фондови⁶⁶.

Табела 5.2 Приватизирачки фондови во Р.Хрватска

	Број на фондови	Нето вредност (ЕУР)
Февруари 1999	7	359 608 103
Декември 1999	7	326 494 693
2000	7	428 990 821
2001	7	428 429 534
Март 2002	4	137 756 923
Јуни 2002	3	105 393 132

Извор: Хрватска Агенција за надзор на финансиските услуги

5.1.2.4 Примерот на Хрватска Поштенска Банка и ХПБ Инвест

Хрватска Поштенска банка (ХПБ)

Хрватска Поштенска банка АД Загреб е основана во 1991 година како универзална банкарска организација за извршување на сите банкарски услуги во земјата и во странство. Како нејзин основач и мнозински сопственик се до 2001 година се јавува ХПТ, односно подоцна преименувана во Хрватска Пошта, која, поаѓајќи од успешните практики во работењето на останатите пошенски банки во Европа, преку новооснованата банка ја продолжува мисијата на делување на

⁶⁶ Исто

традиционални поштенски штедилници, кои датираат во Хрватска уште од 1883 година⁶⁷.

Денес, Хрватска Поштенска Банка е најголемата банка во домашна сопственост во Република Хрватска со актива поголема од 14,5 милијарди хрватски куни или 2 милијарди евра, завземајќи го седмото место на листата на банки во оваа држава по актива. Согласно со својата стратегија, банката е насочена кон интензивно развивање на дистрибутивните канали и мрежи, зајакнување на својата позиција во инвестиционото банкарство и сегментот на мало и средно стопанство, развивање на асортиманот на производи и услуги наменети на населението и создавање на имиџ на една модерна, високо услужлива и најдостапна банка во Република Хрватска.

Покрај останатите банкарски услуги кои ги нуди оваа банка, се издвојуваат следниве операции кои се од интерес на овој труд, и тоа:

- ХПБ е депозитна банка на неколку инвестициони и доброволни пензиски фондови,
- Банката извршува брокерски услуги, услугата чувар на имот, покровителство при издавање на хартии од вредност, како и советување при вложување во хартии од вредност (инвестициско советување),
- ХПБ е член на Загребската Берза и Централниот Депозитар во Р.Хрватска,
- Банката на своите корпоративни клиенти им овозможува услуги како финансиско советување и управување со готовина (cash management) и управување со имот (asset management).

Тимот на експерти од секторот за инвестиционо банкарство на ХПБ на своите клиенти им нуди советодавни услуги од различни подрачја:

- Инвестициско советување

⁶⁷ Извор: Хрватска Поштенска Банка: <http://www.hpb.hr/?hr=o-nama>

- Стратешко советување околу спојување и превземање на компании, корпоративно реструктурирање и одбрана против непосакваните обиди за превземање
- Услуга за развивање и проширување на дејноста на компаниите во Република Хрватска и странство
- Советување при продажба на претпријатија или делови од претпријатието
- Планови за реинвестирање на дивидендите, бонусите и сл.

Овој оддел во склоп на инвестиционото банкарство е задолжен само за тргувањето со инструментите на пазарот на капитал, односно клиентите сами одлучуваат во изборот на хартии од вредност, по која цена ќе ги купуваат/продаваат хартиите од вредност и како ќе го распоредат своето портфолио. Една од најголемите новини што се однесува до оваа дејност е услугата да се тргува на меѓународните пазари на капитал и атрактивните берзи, пред се: New York Stock Exchange, Nasdaq Stock Market, Toronto Stock Exchange, Vienna Stock Exchange, Deutsche Borse AG Xetra, Borsa Italiana, London Stock Exchange, Tokyo Stock Exchange, Hong Kong Stock Exchange итн.

Што се однесува до портфолиото на банката, како што е случај со останатите банки во Република Хрватска, вложувањето е насочено во најголем дел кон благајнички и државни записи, депозити на банки во странство и мал дел во обврзници како безризични хартии од вредност со помал, но сигурен принос.

Инвестициските фондови на ХПБ - инвест и нивното портфолио

ХПБ Инвест е друштво за управување со инвестициски фондови основано во 2005 година и во стопроцентна сопственост на Хрватска Поштенска Банка. Основниот капитал на друштвото изнесува 13,5 милиони куни (околу 2 милиони евра) и уплатен е во целост од страна на Хрватска Поштенска Банка, а седиштето му е во Загреб.

ХПБ Инвест управува со шест отоврени инвестициони фондови и тоа:

- ХПБ Обвезнички фонд (чија што примарна цел е инвестирање во обврзници и е наменет за вложувачите кои посакуваат сигурност во вложувањата на долг рок и помалку осцилации на нивните средства);
- ХПБ Глобал фонд (класичен балансирачки фонд наменет за инвеститори кои инвестираат на долг рок и се подготвени да прифатат умерен ризик);
- ХПБ Дионички фонд (наменет за вложувачи кои сакаат да постигнат повисок принос на рок подолг од две години и кои се спремни на поголеми осцилации на цената на уделот во фондот, типично за вложување во акции како финансиски инструмент);
- ХПБ Новчани фонд (инвестициски фонд наменет за инвеститори кои посакуваат принос на краток рок кој ќе биде повисок од стандардните камати на депозити во банките, но и обезбедена сигурност и ликвидност на вложените средства);
- ХПБ Динамик фонд (класичен балансирачки фонд кој тргува со акции, наменет за вложувања со подолг инвестициски рок и умереност на нивото на прифатлив ризик, а како целна група се државите во развој од централна и југоисточна Европа) и
- ХПБ Титан фонд (наменет за инвеститори кои се спремни да инвестираат на рок подолг од две години и да прифатат висок степен на ризик за своите инвестирани средства, но и шанса за повисок принос). Се разбира, депозитарна банка на овие отворени инвестициски фондови е Хрватска Поштенска Банка.

Табела 5.3 Компарација на ХПБ отворените инвестициони фондови (Дионички, Обвезнички и Новчани)

	Дионички	Обвезнички	Новчани
Карактеристика	Динамичен	Конзервативен	Многу конзервативен
Структура	Претежно акции	Претежно обврзници	Трезорски и благајнички записи и обврзници
Препорачлив рок на вложување	Долгорочен	Подолг од една година	Краткорочен
Осцилација на цената на уделите	Умерена до висока	Ниска	Многу ниска
За кого е наменет фондот	Инвеститори на долг рок со можност за натпросечни приноси	Инвеститори кои посакуваат поголем принос од паричниот фонд а средствата се оставаат на подолг рок	Инвеститори кои посакуваат стабилност на влогот и пристап до вложените средства во скора иднина

Стратегијата на вложување согледана кај сите горенаведени фондови во нивните статuti содржи неколку заеднички карактеристики и тоа:

- Инвестирање во сопственички хартии од вредност на компании кои што се занимаваат со производство, преработка, транспорт и дистрибуција на основните извори на енергија, природни добра и метали со кои се тргува на берза или некои други организирани пазари во Република Хрватска, државите членки на ОЕЦД, ЦЕФТА како и други земји каде што е забележан развој на пазарот на капитал,
- Инвестирање во инвестициски фондови (како дел од портфолиото) кои се занимаваат со инвестиции за производство, преработка, транспорт и дистрибуција на основните извори на енергија, природни добра и метали во земјата и државите членки на ОЕЦД, ЦЕФТА како и други земји каде што е забележан развој на пазарот на капитал,
- Инвестирање (како дел од портфолиото) во инструменти на пазарот на пари и депозити кај финансиските институции,

- Инвестирање во репо договори
- Инвестирање во обврзници како хартии од вредност (ова е присутно кај класичните обврзнички фондови и балансираните фондови кои со инвестирањето во обврзници обезбедуваат поголема сигурност и намалување на степенот на ризик при вложувањето)

5.1.3 Пензиските фондови во Република Хрватска и нивното портфолио

Пензиските фондови во Република Хрватска се делат на задолжителни и доброволни. Доброволните пак пензиски фондови може да бидат отворени и затворени фондови. Групата на задолжителни пензиски фондови ја сочинуваат: Ерсте Плави задолжителен пензиски фонд, АЗ задолжителен пензиски фонд, ПБЗ Крoатиа Осигурање задолжителен пензиски фонд и Рајфајзен задолжителен пензиски фонд. Во прилог Табела 5.3 и вкупниот преглед на сите постоечки пензиски фондови во Република Хрватска.

Табела 5.4 Преглед на пензиските фондови во Р.Хрватска

Задолжителни пензиски фондови	Доброволни отворени пензиски фондови	Доброволни затворени пензиски фондови
Ерсте Плави задолжителен пензиски фонд	АЗ Профит доброволен пензиски фонд	Затворен доброволен пензиски фонд Новинар
АЗ задолжителен пензиски фонд	АЗ Бенефит доброволен пензиски фонд	Затворен доброволен пензиски фонд Т-мобиле
ПБЗ Крoатиа Осигурање задолжителен пензиски фонд	Крoатиа Осигурање доброволен пензиски фонд	Затворен доброволен пензиски фонд АЗ ВИП
Рајфајзен задолжителен пензиски фонд	Рајфајзен доброволен пензиски фонд	Затворен доброволен пензиски фонд на Хрватскиот синдикат за здравство
	Ерсте Плави Експерт доброволен пензиски фонд	Затворен доброволен пензиски фонд Крoатиа Осигурање
	Ерсте Плави Протект доброволен пензиски фонд	Затворен доброволен пензиски фонд на поморскиот синдикат на Хрватска
		Затворен доброволен пензиски фонд АЗ Далековод
		Затворен доброволен пензиски фонд Ериксон Никола Тесла
		Затворен доброволен пензиски фонд Хрватска контрола на пловидба
		Затворен доброволен пензиски фонд ХЕП група
		Затворен доброволен пензиски фонд Т-ХТ

Како што е случај и со пензиските фондови во Република Македонија, пензиските фондови во Р.Хрватска инвестираат, пред сè во обврзници на домашниот пазар, но и на странските пазари на капитал⁶⁸. Сепак, покрај обврзниците, како неризични инструменти со понизок принос, дел од пензиските фондови во Р.Хрватска се одлучуваат и на малку поагресивна стратегија при инвестирањето што им го овозможува законската регулатива. Секако, изминатите

⁶⁸ Извор:Известување за првите десет позиции на вложување на доброволниот пензиски фонд Ерсте Плави, <http://erstaplavi.hr/default.aspx?id=287>

2-3 години не беа најдобрите години за инвестирање поради глобалната финансиска криза и падот на повеќето пазари на капитал како и хипотекарниот крах, па така хрватските пензиски фондови кои отпочнаа со работа кон крајот на 2007 година, доживеаја пад и на уделите, односно на нето вредноста на својот имот. Сепак, токму поради ова претпазливо инвестирање во неризични инструменти како обврзниците, депозитите во банките и слично, годишниот принос на капитал на поголемиот дел на друштвата за управување со пензиски фондови, иако во голема мера намален, изнесуваше околу 5%.

Од друга страна, профитабилноста на друштвата за управување со пензиски фондови зависи од вкупниот имот на пензиските фондови кој се управува. Исто така трошоците за управувањето на овие фондови не се високи и тие токму влијаат и врз севкупниот принос на фондот. Според господинот Петар Влајиќ, претседател на Управниот Одбор на задолжителниот пензиски фонд Ерсте Плави, токму трошокот за управување на пензискиот фонд годишно варира од 0.8% до 1% од просечната вредност на имотот на фондот. Тука се додава и дополнителната влезна провизија која ја наплаќаат друштвата за управување со пензиски фондови, но максималната провизија која ја наплаќаат друштвата за управување со пензиски фондови е секоја година пониска, бидејќи бројот на пензиски фондови се зголемува и тоа е причина регулаторната институција ХАНФА да ја намалува оваа провизија.

Втора опција во која пензиските фондови гледаат потенцијална цел на инвестирање е вложувањето во благајнички и државни записи. Со ова тие претставуваат всушност кредитори на државата, слично како и комерцијалните банки. Исто така, хрватските пензиски фондови се, според статистиките, и најголемите вложувачи на Загребската берза. Сепак, покрај обврзниците, кои завземаат најголем дел од портфолиото на пензиските фондови, се повеќе се зголемуваат и вложувањата во акции, особено што сега цените на акциите на хрватските компании се многу пониски од пред 3 години, а и според многу бројните фундаментални анализи истите се потценети. Целејќи на долг рок, секако дека инвестирањето во акции е поисплатливо, повеќеприносно па така портфолио

менаџерите на пензиските фондови сè почесто се одлучуваат да вложуваат во потценети хрватски акции на домашниот пазар на капитал.

Сепак, вложувањето во неризични инструменти, пред сè државните обврзници, во овие моменти на опоравување на пазарите на капитал ширум Европа, кои што носат релативно високи приноси, е во преден план кај пензиските фондови во Република Хрватска. Во прилог на ова оди и непостоењето на ограничувања согласно Хрватската законска регулатива за пензиските фондови во однос на вложувања во неризични инструменти. Како единствен ограничувачки фактор се спомнуваат расположливите средства на пензиските фондови односно, пред сè, новите приливи од новите пензиски осигуреници.

Стратегијата на вложување на Ерсте Плави задолжителниот пензиски фонд се базира врз темелни анализи и многу селективно купување на хартии од вредност. Портфолиото се зголемува континуирано во делот на акции, од кои што 15% се домашни акции (на домашни хрватски компании), помеѓу 5 и 10% странски акции од индексните фондови (ЕТФ), додека остатокот се депозити во банки и обврзници. Државните обврзници изнесуваат 70% од портфолиото на овој пензиски фонд, со што се гледа дека, сè уште, мошне претпазливо се одбира инвестициската стратегија⁶⁹.

Слична е и состојбата кај доброволните пензиски фондови во Хрватска, кои исто така ја следат т.н пасивна стратегија на инвестирање со што се обезбедуваат пониски, но сепак сигурни приноси. Во прилог е Табелата 5.5 каде што согласно членот 17 од Правилникот на додатни критериуми на вложувањата и инвестициските ограничувања на пензиските фондови во Р.Хрватска, се објавуваат јавно првите 10 позиции на вложување на пензискиот фонд и процентуално износот на секоја од овие позиции во однос на нето вредноста на имотот на пензискиот фонд.

⁶⁹ Исто

Табела 5.5 Известување за првите 10 позиции на доброволниот пензиски фонд Ерсте Плави на ден 30.06.2010 година.

1.	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница-О-172А (RHMF 4,75% 08/02/2017)	12,81%
2.	Хрватска 6,5% 05/01/2015	9,69%
3.	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница -О-203Е (RHMF 6,75% 05/03/2020)	9,64%
4.	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница -О-203А (RHMF 6,5% 05/03/2020)	6,11%
5.	Кроација Осигурување CROS-R-A (CROATIA OSIGURANJE D.D.)	3,91%
6.	Хрватски телеком НТ-R-A (НТ - HRVATSKE TELEKOMUNIKACIJE D.D.)	3,64%
7.	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница -О-19ВА (RHMF 5,375% 29/11/2019)	3,53%
8.	Рајфајзен Централна Европа Raiffeisen Central Europe OIF	3,12%
9.	ОТП Банка Индексен фонд ОТП Indeksni OIF	2,66%
10.	Подравка PODR-R-A (PODRAVKA D.D.)	2,35%

Табела 5.6 Известување за првите 10 позиции на доброволниот пензиски фонд АЗ Бенефит на ден 31.12.2010 година.

1	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница RHMF-О-203А	27,82%
2	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница RHMF-О-203Е	18,52%
3	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница RHMF-О-17ВА	12,93%
4	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница RHMF-О-15СА	6,89%
5	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница RHMF-О-125А	4,33%
6	Агрокор AGROK 10% 12/2006	2,45%
7	Нехе група-корпоративна обврзница NEXE-О-116А	2,43%
8	Депозит во ERSTE I STEIERMARKISCHE BANK D.D.	2,42%
9	Депозит во PRIVREDNA BANKA ZAGREB D.D.	2,42%
10	Депозит во HYPO ALPE-ADRIA-BANK D.D	2,42%

Извор: АЗ фондови <http://www.azfond.hr/doc/Pozicije-ulaganja-Benefit-31122010.pdf>

Табела 5.7 Известување за првите 10 позиции на доброволниот пензиски фонд Кроациа Осигурување – доброволен пензиски фонд на ден 31.12.2010 година.

1	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница RHMF-O-17BA	13,81%
2	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница RHMF-O-203A	9,54%
3	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница RHMF-O-203E	7,94 %
4	Кроациа CROATIA 6,5 01/05/15	6,57%
5	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница RHMF-O-137A	5,77%
6	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница RHMF-O-172A	5,38%
7	Хрватски Телеком НТ-R-A	3,44%
8	Ерсте ЕУРО Money фонд ERSI-U-CONS	3,14%
9	ПБЗ ЕУРО Новчани фонд PBZI-U-EURN	3,09%
10	Р.Хрватска Министерство за финансии обврзница RHMF-O-15CA	3,09%

Извор: Кроациа Осигурање доброволен пензиски фонд

<http://www.crosig-trecistup.hr/NR/rdonlyres/D5BED806-8B40-44BA>

[BC657473CEBE6560/693/110104_TOP10_CODMF.pdf](#)

5.1.4 Банките во Р.Хрватска и нивното портфолио

Разгледувајќи го портфолиото на банките во Р.Хрватска, односно достапните извори, пред сè, извештаите на Народната Банка на Хрватска, говорат дека тие многу малку инвестираат во акции или обврзници. Инвестирањето на банките се состои главно во државни и благајнички записи, депозити во банки и многу мал дел во државни обврзници. Сигурноста на овие инструменти е најзначајна кога станува збор за банките како институционални инвеститори и нивните портфолија. Сепак, тие имаат аверзија кон ризикот и се одлучуваат да остваруваат помали приноси

превземајќи пониски ризици иако регулаторните ограничувања не им забрануваат да инвестираат во високо ризични хартии од вредност. Секако, постојат лимити на изложеност кои што се следат на дневно, неделно и месечно ниво од страна на регулаторот⁷⁰.

Голем дел на хартиите од вредност на хрватските банки се државни обврзници кои по својата природа немаат високо променливи цени, па од ова може да се заклучи дека овој облик на пазарен ризик не е во голема мера значаен за хрватските банки⁷¹. Како што фазата на вреднување на ризикот од промена на цените на хартиите од вредност станува сè позначајна, така и пристапот кон методологијата за пресметување на портфолиото на хрватските банки ќе биде сè позастапена во иднина.

Во прилог следува Табела 5.8 во која се гледа процентуалното учество на банките во Република Хрватска од вложување во хартии од вредност за изминатите години.

Табела 5.8 Вложување на банките од Р.Хрватска во хартии од вредност

Во милиони хрватски куни	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
Пласмани во ХОВ	16.137	17.895	18.031
Вк. актива	75.981	70.514	79.558
Вложувања како % од вкупната актива на банките	21,24%	25,38%	22,66%

Извор: Народна Банка на Република Хрватска, Годишен извештај за 2007,2008,2009 година

Напомена: Во групата “вложувања во хартии од вредност” не се додадени членските влогови на банките во останатите меѓународни институции (Меѓународни меѓубанкарски телекомуникациски сервиси –SWIFT и Банките за меѓународни порамнувања со седиште во Базел).

⁷⁰ “Билтен о банкама”, Хрватска Народна Банка, април 2008

⁷¹ “Зборник Економског факултета у Загребу: Изложеност банака тржишним ризицима”, година 6, Прга И. и Шверко И., октомври 2008 година.

5.1.5 Осигурителните компании во Р.Хрватска и нивното портфолио

Намерата на Хрватска да се приклучи кон Европската Унија имаше значително влијание врз законската регулатива во областа на осигурувањето и со тоа трансформирајќи го постоечкиот регулаторен систем. Имено, кон крајот на 2005 година беше формирана Агенцијата за надзор на финансиските услуги, која што е надлежен регулатор и за осигурителниот сектор во државата.

Во 2008 година постоеја 20 осигурителни компании кои ги нудеа своите услуги ширум Република Хрватска. Четири од нив беа осигурителни компании за осигурување на живот, додека останатите се занимаваа со неживотно осигурување. Најголемата осигурителна компанија Кроациа Осигурање поседуваше во тој период околу 36% од пазарниот удел, 11 компании имаа пазарен удел понизок од 3%, додека 6 компании поседуваат помалку од 1% пазарен удел во осигурителниот сектор во Република Хрватска. Домашните осигурителни компании се уште доминираат во овој сектор, а тие се присутни и кај земјите од опкружувањето односно поранешните југословенски републики.

Разгледувајќи ги извештаите за 2008 и 2009 година на Агенцијата за надзор на финансиските услуги на Хрватска, севкупните вложувања на ден 31.12.2009 година изнесуваат 21,2 милијарди хрватски куни и бележат раст од 9,7% во однос на 2008 година, истовремено зголемувајќи го уделот во вкупната актива на друштвата за осигурување и реосигурување од 72,8% во 2008 на 73,7% во 2009 година. Во структурата на вложувања најголемиот удел (од 73,7%) се однесува на финансиски вложувања а се однесуваат на хартии од вредност расположливи за продажба, хартии од вредност кои се чуваат до достасување, позајмици и побарувања (Види Табела 5.9). Во однос на 2008 година, финансиските вложувања номинално пораснале за 1,8 милијарди куни (10,8%) во 2009 година⁷².

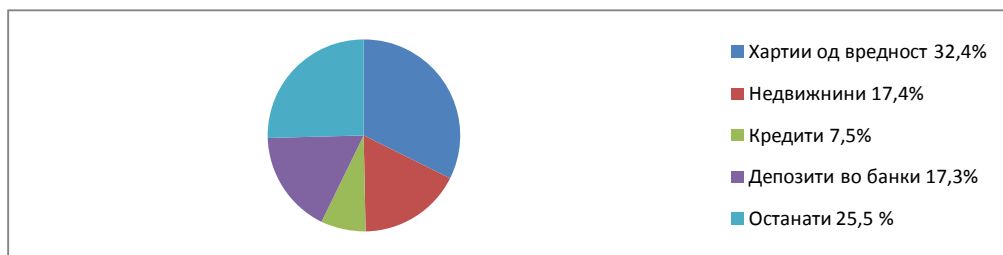
⁷² Годишен извештај за 2009 година на Хрватската агенција за надзор над финансиските услуги, стр.67

Табела 5.9 Структурата на активата на друштвата за осигурување и реосигурување во 2008 и 2009 година (во хрватски куни)

Позиција	31.12.2008	Удел	31.12.2009	Удел	Индекс 2009/2008
Нематеријални средства	105.336.978	0,4%	120.380.964	0,4%	114,3
Материјални средства	2.144.435.922	8,1%	2.582.482.741	9,0%	120,4
Вложувања	19.344.665.540	72,8%	21.220.152.197	73,7%	109,7
Вложувања за сметка на сопствениците на полисите за жив.осигурување	426.656.549	1,6%	521.607.178	1,8%	122,3
Удел на реосигурувањето во техничките резерви	1.094.829.067	4,1%	1.069.939.367	3,7%	97,7
Тековни даночни средства	132.715.978	0,5%	81.820.904	0,3%	61,7
Побарувања	2.525.689.152	9,5%	2.439.008.843	8,5%	96,6
Останати средства	456.547.601	1,7%	411.712.513	1,4%	90,2
Недостасана наплата на приходи	359.643.424	1,4%	358.433.453	1,2%	99,7
ВКУПНО АКТИВА	26.590.520.211	100,0%	28.805.538.160	100,0%	108,3

Структурата на инвестициите во 2006 година на државно ниво, опфаќајќи ги сите инвестиции од сите осигурителни компании се прикажани, во Приказ 5.1.

Приказ 5.1 Структура на севкупните инвестиции од осигурителниот сектор во Република Хрватска во 2006 година



Извор: "The European Integration Process and Insurance Market Development: The case of the Former Yugoslav Countries" Kozarevic S., Regan L. and Gibbons R., 2009, vol 7, стр.17

Како што може да се забележи, најголемиот дел од портфолиото на осигурителните компании содржи хартии од вредност (пред сè, тука спаѓаат државните домашни обврзници како безризично средство, благајничките и државните записи). Потоа на скалата следуваат недвижностите и депозитите во банки кои имаат подеднакво процентуално учество и на крајот се кредитите со најмала застапеност во портфолиото на осигурителните компании.

5.2 Портфолио менаџментот кај институционалните инвеститори во Република Словенија

5.2.1 Финансискиот сектор и пазарот на капитал во Република Словенија

Финансискиот сектор во Република Словенија е најразвиен во споредба со останатите поранешни југословенски републики. Компаниите во задоволителна мера прибираат капитал (се финансираат) од пазарот на хартии од вредност, за што говорат бројките на иницијални јавни понуди во последните неколку години. Во банкарскиот сектор, трите најголеми банки имаат половина од вкупните средства на банките во Словенија, додека првите седум банки претставуваат 80% од пазарот во овој сектор). Со оглед на фактот дека постојат 21 банка и 3 штедилници на еден пазар од 2 милиони луѓе, конкуренцијата е прилично голема што доведува до остварување на низок принос на капитал (ROE). Сепак, постојат големи разлики помеѓу билансите на големите и малите банки што пак индицира дека консолидацијата на банкарскиот сектор е сè уште присутна. Владата постојано препорачува и поддржува спојувања во оваа област од страна на банките со што дополнително влијае за развојот и проширувањето на капацитетот на банките.

Со законот за банки се овозможува купување на хартии од вредност во странство од страна на комерцијалните банки и брокерските куќи. Инвестиционите фондови исто така можат да купуваат во странство различни хартии од вредност, но со одредена диверзификација и ограничувања кои им се наложени.

Љубљанската берза беше формирана во 1990 година, но својот најголем развој го постигна во периодот од 1994 до 1997 година кога повеќето фирми ја започнаа првата фаза на приватизација. Во тој период берзата всушност

претставуваше “возило” кое ја потпомагаше приватизацијата на компаниите. Во септември 2008 година, Виенската берза стана сопственик на 81% од акциите на Љубљанската берза со што дополнително се придонесе за развојот на пазарот на хартии од вредност. Секако, финансиската криза од почетокот на 2009 година претставуваше една кочница која малку го забави овој развој и ги отргна инвеститорите од пазарите на капитал за некое време. Љубљанската берза и понатаму ги поттикнува големите државни словенечки компании како Телеком Словенија, Нова Љубљанска банка и Триглав осигурување да издаваат нови акции и со тоа да приберат капитал преку берзата, а од друга страна да овозможат поголема ликвидност на берзата. Сепак, генерална констатација е дека словенечкиот пазар на капитал е доста ликвиден со годишен обрт (промет) сличен на оној од еден ден на Њујоршката берза (New York Stock Exchange).

Големиот степен на концентрација го карактеризира осигурителниот сектор во Словенија. Најголемата компанија Триглав осигурување е во државна сопственост прибирајќи 43% од севкупниот осигурителен пазар (од бруто премиите за осигурување), додека најголемите 5 осигурителни компании поседуваат 91% од пазарниот удел во овој сектор. Осигурителните компании ги инвестираат своите средства примарно во нефинансиски компании, државни обврзници и обврзници издадени од страна на банките. Најголемиот подем на осигурителниот сектор е остварен во 2005 година и тој рапидно продолжува со својот континуитет. Моментално, постојат 3 компании кои нудат здравствено осигурување и 13 компании кои нудат друг вид на осигурување (животно и неживотно осигурување). Осигурителните компании се под директна контрола на Агенцијата за супервизија во осигурувањето и регулативите на Европската Унија во оваа област.

Историски гледано, масовната приватизација во Република Словенија започна во 1993 година. Слично како и во Република Хрватска, приватизацијата на големите компании во сопственост на државата беше извршена со ваучери. На сопствениците на ваучерите им беа понудени неколку варијанти: да инвестираат директно во компаниите во кои работат (преку ваучерите); да купуваат акции во други компании преку аукции за приватизација кои беа спроведувани или да ги разменат ваучерите за акции во приватните инвестициони фондови. Податоците велат дека околу 1,35 милиони Словенечки државјани станаа акционери во

приватни инвестициони фондови што, пак, претставуваше 2/3 од вкупната популација во државата, што јасно укажува на важноста што ја преземаа фондовите во процесот на приватизација⁷³.

5.2.2 Приватизирачки фондови во Република Словенија

Приватизирачките фондови беа создадени и имаа форма на инвестициони фондови од затворен тип. Генерално, тие беа формирани за да помогнат во приватизацијата на државните словенечки компании. Овие фондови купуваа акции од државните компании - предмет на приватизација, преку приватизирачки аукции, по цени кои што ги постави државата од 01.01.1993 година. Сепак, обидот за целосно приватизирање на државните компании во голема мера не беше успешен.

Пред 1998 година, акциите на приватизирачките фондови, иако имаа облик на затворени инвестициони фондови, не се тргуваа на организирана берза за хартии од вредност. Акционерите беа “заклучени” во фондовите, каде што менаџерите на фондовите наплаќаа големи провизии, па општа констатација беше дека провизиите ги “јадат” (оштетуваат) фондовите. Исто, така, некои од менаџерите успеаја и да ги трансформираат приватизирачките фондови во свои компании. Законот за инвестициони фондови во 1999 и неговите амандмани го стопираа овој процес, меѓутоа дел од овие фондови веќе станаа сопственост на нивните менаџери што претставува една слабост во процесот на приватизацијата.

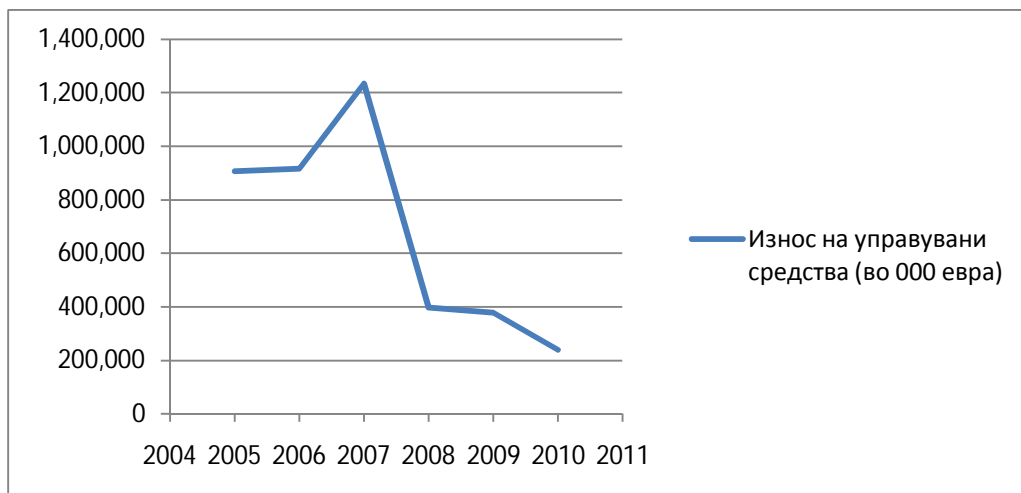
Приватизирачките фондови постоеја се до 2002 година. Со новиот Закон за инвестициони фондови (донесен 18.12.2002 година), постоеше обврска за приватизирачките инвестициони фондови да се трансформираат во заеднички фондови (mutual funds) со рок до 31.12.2003 година. Со тоа се заокружи процесот на приватизацијата во Република Словенија. Денеска во Република Словенија која е членка на Европската Унија, Законот за инвестиционите фондови вклучувајќи ги и инвестиционите шеми за вложување како и ограничувањата, се во согласност со стандардите на Европската Унија и нејзината законска регулатива.

⁷³ Извор: “Кадоган едукација - Извештај за Словенија, 2009”
(http://www.cadoganeducation.co.uk/countries/slovenia_report.html)

5.2.3 Класични инвестициони фондови

Една од битните компоненти во развојот на словенечката економија и финансиски пазар е формирањето на класичните инвестициони фондови кои го имаат обликот на отворени инвестициони фондови. Главната цел на овие фондови беше прибирање на готовина, за разлика од приватизирачките кои прибираа сертификати за приватизација (ваучери). Вредноста, но и бројот на отворените инвестициони фондови расте постојано од година во година се до почетокот на светската економска криза кога доаѓа до големо намалување на управуваните средства на инвестиционите фондови во Република Словенија (види Графикон 5.1).

Графикон 5.1 Износ на управувани средства на инвестиционите фондови во Р.Словенија 2005-2010



Извор: Комисија за хартии од вредност на Р.Словенија: Извештај за структурата на средствата на инвестиционите фондови 1998-2010 година.

Извор: “Кадоган едукација - Извештај за Словенија”
(http://www.cadoganeducation.co.uk/expertise/investment_funds/countries/slovenia_report.html)

Сепак, пазарниот удел односно учеството на инвестиционите фондови на пазарот на капитал во Република Словенија не завземаше значително место до пред 2004 година. Имено, процентот кој тие го остваруваа не надминуваше 2,94% на крајот од 2003 година.

Табела 5.10 Развојот на инвестиционите фондови во Р.Словенија до 2010 г.

Година	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Број на сопственици на акции или ваучери во инв. фондови	5.481	8.813	11.986	14.148	37.965	58.781	126.547	286.284	240.035	226.845	114.991	108.740	63.433
Број на сопственици како процент од населението	0,27%	0,44%	0,60%	0,71%	1,90%	2,94%	6,33%	14,31%	12%	11,34%	5,75%	5,44%	3,17%

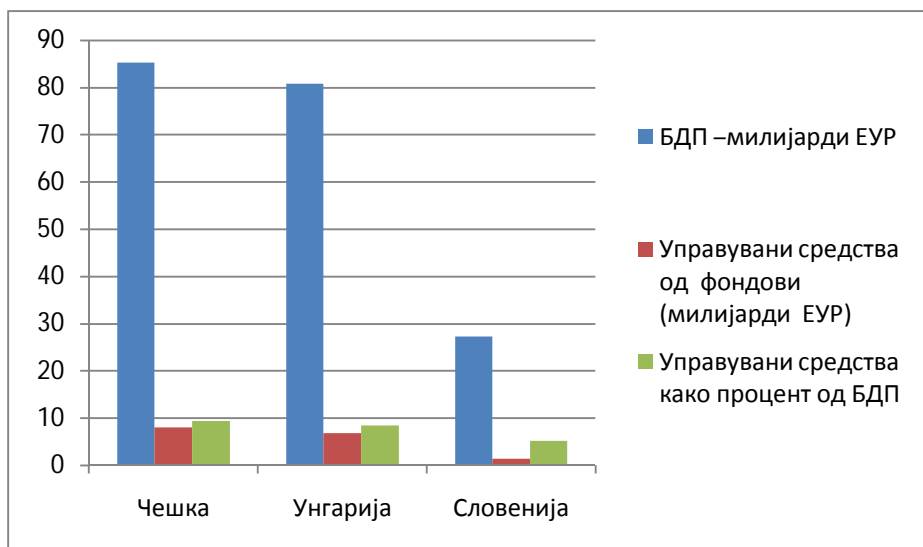
Извор: Комисија за хартии од вредност на Р.Словенија: Извештај за структурата на средствата на инвестиционите фондови 1998-2010 година.

Меѓутоа, локалните извори излегуваат со податоци дека ситуацијата драматично е сменета во периодот 2004-2010 година и дека се до почетокот на светската економска криза, односно почетокот на 2008 година бројот на сопственици на акции или ваучери во инвестиционите фондови драстично растеше, но во годините по економската криза па се до денес, истиот број бележи драстично намалување и тој износ денес, е приближно еднаков со износот од 2003 година.

Покрај растечката вредност и популарност што ја достигнаа словенечките инвестициони фондови, доколку се претстават (изразат) како процент од бруто домашниот производ, тие се далеку пониски од Чешката Република и Унгарија, земји кои заедно со Словенија се придружија на Европската Унија во 2004 година (Види Приказ 5.2). Големата разлика се задржува и до крајот на 2008 година, каде Словенија се уште заостанува во однос на Унгарија и Чешка, односно бруто домашниот производ успеа само да се зголеми на 36.4 милијарди евра (далеку понизок во однос на споменатите држави кои имаат над БДП од над 80 милијарди евра), управуваните средства од инвестициони фондови да достигнат 4.1 милијарди евра во 2007 година, но со почетокот на глобалната финансиска криза тие да се намалат на 1.9 милијарди заклучно со декември 2008 година. Изразено како процент од БДП, управуваните средства од Словенечките фондови достигнуваат 12% во 2007, односно 5.1% во 2008 година⁷⁴.

⁷⁴ Извор: Bank of Slovenia – Financial Stability Review, May 2009 (<http://www.bsi.si/en/publications.asp?Mapafid=784>)

Приказ 5.2 Компаративни податоци за Чешките, Унгарските и Словенечките пазари на инвестициони фондови наспроти нивниот БДП до нивниот влез во ЕУ

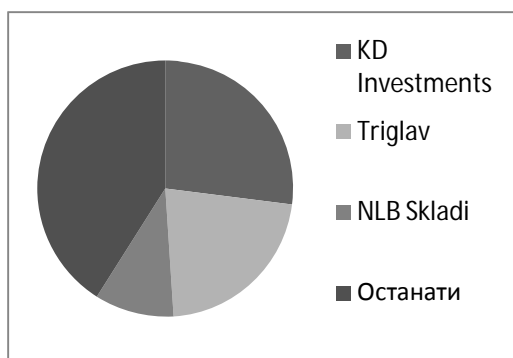


Извор: “Кадоган едукација - Извештај за Словенија, 2009”

(http://www.cadoganeducation.co.uk/expertise/investment_funds/countries/slovenia_report.html)

Имено, 59% од вредноста на средствата кои беа управувани припаѓаа на трите најголеми инвестициони фондови (види Приказ 5.3). Заклучно со декември 2010 година во Словенија егзистираат 13 друштва за управување со инвестициони фондови кои управуваат со вкупно 131 инвестициони фондови⁷⁵.

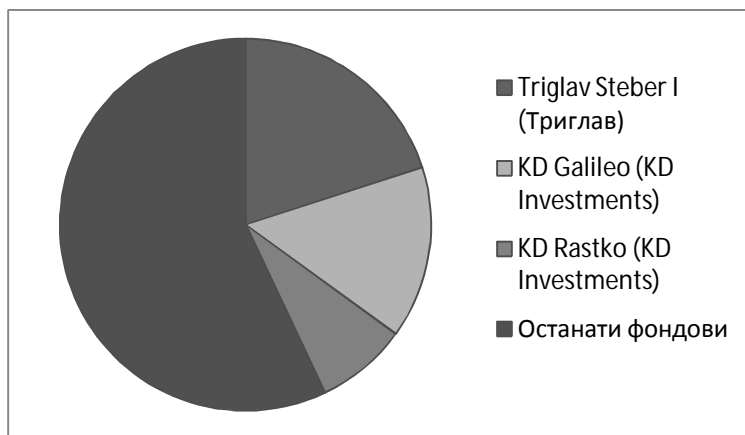
Приказ 5.3 Пазарен удел на најголемите друштва за управување со инвестициони фондови во Р.Словенија



Извор: <http://www.finance.si>, Document: Funds overview, 2010

⁷⁵ Извор: Комисија за хартии од вредност Словенија, Регистер на инвестициони фондови, Декември 2010 (<http://www.atvp.si/eng/Default.aspx?id=98>)

Приказ 5.4 Пазарен удел на најголемите инвестициони фондови во Р.Словенија



Извор: <http://www.finance.si>, Document: Funds overview, 2010

Во прилог следат поважните карактеристики и информации за главните Словенечки друштва за управување со фондови.

KD Investments- е дел од KD групацијата. Седиштето на групацијата и на друштвото за управување со фондови е во Љубљана. Главната дејност на групацијата е управување со инвестициони фондови и управување со средства (asset management), но истотака групацијата нуди брокерски услуги, банкарски услуги, услуги од животно и неживотно осигурување. Групацијата поседува заемни фондови (mutual funds) и приватни инвестициони фондови насекаде на Балканот, вклучувајќи ги Србија, Црна Гора, Хрватска, Босна и Херцеговина, Романија, Бугарија, Македонија. Повеќето од инвестиционите фондови кои припаѓаат на KD групацијата се менаџирани од друштвото за управување со фондови KD Investments⁷⁶. (Повеќе информации за КД групацијата се дадени во следната точка од овој труд)

Triglav - Називот на друштвото за управување со фондови е Triglav Management Company. Триглав Менаџмент Компанијата е дел од Триглав Осигурителната групација (Triglav Insurance Group). Седиштето на Осигурителната групација

⁷⁶ Извор: КД Групација – <http://www.kd-group.com/?subpage=27>

Триглав е во Љубљана, и претставува лидер на осигурителниот пазар во Словенија по бројот на различни видови на осигурување.

NLB Skladi – друштво за управување со фондови е 100% во сопственост на Нова Љубљанска Банка. Седишето на друштвото е во Љубљана. Банката во чија сопственост е друштвото за управување со фондови е дел од НЛБ Групацијата која пак е најголемата Словенечка меѓународна финансиска групација.

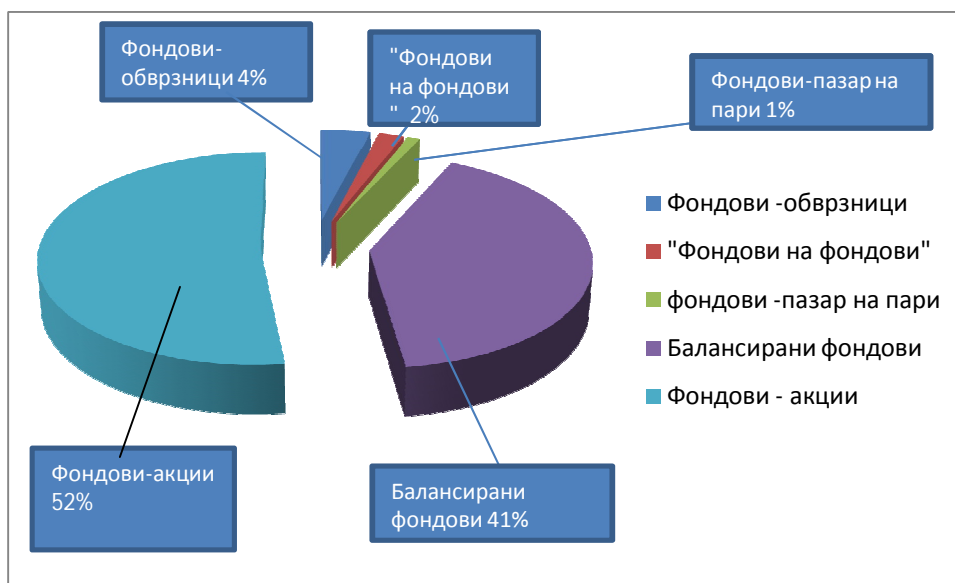
Повеќе од 50% од “отворените” инвестициони фондови се фондови кои управуваат со акции како дел од своето портфолио и 41% се балансирани (мешани) фондови кои управуваат со акции и обврзници. Мнозинството од акции кои претставуваат дел од портфолиото на фондовите кои управуваат со акции се т.н блу чип акции кои котираат на официјалниот (примарниот) пазар на Љубљанската берза, пазар на кој што котираат 221 компании со пазарна капитализација од 13,5 милијарди евра⁷⁷.

Компаниите како Крка, Горене, Меркатор, Меркур и останатите споменати во горенаведената табела, го сочинуваат поголемиот дел од портфолиото на словенечките друштва за управување со фондови. Некои од словенечките акции кои не се на примарниот пазар, но се споменуваат како ликвидни, сочинуваат значителен дел од портфолиото на инвестиционите фондови со кои управуваат друштвата за управување со инвестициони фондови. Тука се вбројуваат Хелиос А.Д и Лука Копер А.Д.

Вкупните средства на словенечките отворени инвестициони фондови сочинуваат 10.67% од вкупната пазарна капитализација.

⁷⁷ Извор: Љубљанска берза – <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=7026&system=&pg=8>

Приказ 5.5 Пазарен удел на различните видови на инвестициони фондови по вредност во Р.Словенија



Извор: “Кадоган едукација - Извештај за Словенија, 2009”

(http://www.cadoganeducation.co.uk/expertise/investment_funds/countries/slovenia_report.html)

Во 2000 година, на словенечките фондови за првпат им се отвори можноста да ги инвестираат средствата во странски хартии од вредност. Фондовите кои ги инвестираа средствата во странски хартии од вредност во тоа време беа КД Галилео, КД Растко и КД Бонд (сите основани од КД групацијата). Од тогаш па наваму, словенечките друштва за управување со фондови управуваат со фондови кои пак се состојат само од странски хартии од вредност или мешани-дел во домашни и дел во странски хартии од вредност. Таков е примерот со КД Растко - 32% од средствата инвестирани во странски хартии од вредност; КД Галилео-32% од средствата инвестирани во странски хартии од вредност и НЛБ Комбинирани – повеќе од 60% од средствата се инвестирани во странски хартии од вредност⁷⁸.

Годишните показатели за перформансите на инвестиционите фондови варираат во последните 8 години. Имено, одличниот перформанс во 2002 и 2003 година беше следен со помалку импресивни резултати во 2005 година. Исто така, разочарувачки беше перформансот на инвестиционите фондови по светската економска криза која не ја одмина и Словенија во 2008 и 2009 година. Табелата

⁷⁸ Извор: “Кадоган едукација - Извештај за Словенија, 2009”

5.11 во продолжение ги покажува годишните приноси на инвестиционите фондови: Триглав Бонд, Триглав Европа, КД Растко Акциски и Рајфајзен глобал микс за 2009 и 2010 година.

Табела 5.11 Приносите (перформансите) на инвестиционите фондови во Словенија, 2009 и 2010 година.

<u>Инвестициони фондови</u> (отворен тип)	Принос 2009	Принос 2010
<u>Словенија</u>		
Триглав Бонд	5,7%	0,2%
Триглав Европа	20,2%	5,1%
КД Растко акциски	22,1%	15,2%
Рајфајзен Глобал Микс	14,3%	15,8%

Извор: Годишни извештаи на друштвата за управување со фондови за споменатите инвестициони фондови во табелата.

Напомена: Бидејќи бројот на отворените инвестициски фондови во Словенија е голем, земен е по еден претставник од акциски, обврзнички, мешовит и паричен фонд во овие држави.

Во септември 2004, друштвото за управување со фондови Raiffeisen Capital Management стана првото странско друштво за управување со фондови кое основаше фондови на Словенечкиот пазар на капитал, следено од Capital Invest Asset Management, San Paolo IMI Asset Management и SEB Fund Services во 2005 година. Во мај 2006 постоеја 5 странски друштва за управување со фондови кои основаа вкупно 101 фондови во Словенија и тоа:

- Societe Generale Asset Management -53 фондови
- San Paolo IMI Asset Management – 21 фондови
- Capital Invest Asset Management – 12 фондови
- Raiffeisen Capital Management – 10 фондови
- SEB Fund Services – 5 фондови

Оваа листа е надполнета со уште 30 нови фондови односно 8 нови друштва за управување со фондови заклучно со 31.12.2010 година⁷⁹.

⁷⁹ Агенција за надзор на тргување со хартии од вредност – Словенија, <http://www.a-tvp.si/Eng/Default.aspx?id=101>

5.2.3.1 Инвестиционата политика на инвестиционите фондови во Република Словенија преку примерот на КД групацијата

Друштвото за управување со фондови КД Фондови АД Скопје е член на групацијата KD Group од Словенија која спаѓа во најголемите финансиски групации во Словенија и прераснува во една од водечките во регионот на Средна и Источна Европа. Групацијата KD Group својата дејност ја извршува на територијата на 13 држави, управува со средства кои ја надминуваат вредноста од милијарда евра, во неа се вработени повеќе од 1.800 лица, а основните дејности ги остварува на полето на управувањето со инвестиционите фондови, водењето на индивидуални порфолија, брокерското работење и осигурувањето. Во областа на управувањето со инвестициони фондови групацијата моментално управува со 26 инвестициони фонда-13 во Словенија, 4 во Хрватска, 2 во Словачка, 3 во Бугарија, 3 во Романија и 1 во Србија. Токму затоа оваа групација беше избрана за предмет на истражување во овој труд, придонесувајќи за добивање на една комплетна слика на работењето на институционалните инвеститори (инвестиционите фондови и осигурителните компании пред се) и нивниот портфолио менаџмент.

КД Холдинг, Финанчна дружба А.Д беше формирана преку поделбата на ПИД Кмечка дружба А.Д. Формирањето на Кмечка дружба Холдинг беше запишано во судскиот регистер на 3 Јануари 2001 година. На 11 Септември 2008 година КД Холдингот беше преименуван во КД Групација. Во прилог следат инвестиционите фондови, друштвата за управување со фондови, осигурителните компании и банките кои што се дел од КД групацијата.

Табела 5.12 Инвестициони фондови и друштва за управување со фондови, осигурителни компании, банки и други финансиски институции во склоп на КД Групацјата

Инвестициони фондови и друштва за управување со фондови	Осигурителни компании	Банкарство и останати активности
Бугарија KD Investments EAD, Sofia	<i>Животно осигурување</i> Бугарија KD Life AD, Sofia	Словенија KD Banka d. d., Ljubljana Banks Deželna banka Slovenije d. d., Ljubljana Education
Хрватска KD Investments d. o. o., Zagreb	Хрватска KD Životno osiguranje d. d., Zagreb	Словенија GEA College d. d., Ljubljana Real estate
Македонија KD Fondovi A. D., Skoplje	Чешка KD Life, s.r.o., Praha	Словенија KD Kwart d. o. o., Ljubljana R.E. Invest d. o. o., Ljubljana Media
Србија KD Investments a. d., Beograd	Романија KD Life Asigurari, S. A., Bucharest	Словенија ČZD Kmečki glas d. o. o., Ljubljana Radio Kranj d. o. o., Kranj Privatization investment funds in the Balkans
Романија KD Investments S. A., Bucharest	Словачка KD LIFE plc, Bratislava	Босна и Херцеговина ABDS d. d., Sarajevo VIB a. d., Banja Luka
Словачка KD Investments, sprav. spol. a. s., Bratislava	Словенија KD Finančna točka d. o. o., Ljubljana KD Life, Insurance Company, plc	Црна Гора KD MONT A. D., Podgorica Boat building
Словенија KD Finančna točka d. o. o., Ljubljana KD Funds LLC, Ljubljana KD ID d. d., Ljubljana Individual asset management and brokerage	Украина Closed joint-stock company KD Life, Kyiv	Словенија Seaway Group d. o. o., Begunje Tourism
Бугарија KD Securities EAD, Sofia	<i>Неживотно осигурување</i> Словенија Adriatic Slovenia d. d., Koper Assistance CORIS d. o. o., Ljubljana	Словенија Žičnice Vogel Bohinj d. d., Bohinjsko Jezero
Хрватска KD Upravljanje imovinom d. o. o., Zagreb		Словенија Evolve d. o. o., Ljubljana KD Kapital d. o. o., Ljubljana KD Mark, d. o. o., Ljubljana Vrtnarstvo Celje d. o. o., Celje Concorde PS, d. o. o. Semenarna Ljubljana d. d., Ljubljana
Романија KD Capital Management S. A., Bucharest Private capital fund		
Холандија KD Asset Management b. v., Amsterdam KD Private Equity Fund b. v., Amsterdam		

КД групацијата е една од најголемите бизнис групации во Словенија и се развива во една од најголемите групации во Централна и Југоисточна Европа. Главните бизнис активности на групацијата се:

- 1) Управување со средства (asset management)
 - Управување со инвестициони фондови
 - Управување со приватен капитал и брокерски услуги
- 2) Осигурување
 - Животно осигурување
 - Имотно и здравствено осигурување
- 3) Продажба на финансиски услуги
- 4) Капитални инвестиции

Управување со ризик

Одборот на директори на КД Холдингот управува со ризиците на компанијата, како и со ризиците на ниво на целата групација. Бидејќи се работи за холдинг, од голема важност е сите ризици во ќерките компании да се управуваат соодветно. Исто така, постои и контрола која се однесува на показателите на принос и профит, заокружена со донесување на периодични извештаи и водичи за имплементација на политиките и стратегиите на индивидуалните компании во склоп на групацијата.

Ризиците поврзани со управувањето на пазарниот ризик се управувани од страна на поединечните компании во склоп на групацијата користејќи методи кои се поврзани претежно со законските аспекти на специфичните индустрии и кои може да се разликуваат значително од страна на индивидуалните сектори. Компаниите на групацијата вршат следење и управување со пазарниот ризик од вложувања во други издавачи на хартии од вредност со внимателно избирање на индустрискиот и географскиот состав на инвестициите. Во активностите поврзани со управувањето на средствата, (asset management) пазарните ризици се следат, мерат и управуваат со употреба на квантитативни методи за мерење на ризикот во споредба со избрани критериуми на профитабилност. Во согласност со Законот за осигурување, друштвата за осигурување се должни да направат долгорочен бизнис фонд за инвестиции во согласност со своите обврски кои произлегуваат од

договорите за осигурување, износот кој зависи од промените на девизниот курс, каматните стапки и цените на хартиите од вредност.

Инвестиционите фондови пак во склоп на КД групацијата исто така инвестираат согласно нивните проспекти кои се јавно достапни за јавноста и овозможуваат на потенцијалните клиенти да се здобијат со една јасна слика околу нивните инвестиции односно структурата на вложувањето. Така, на пример, доколку се работи за обврзнички фонд, јасно се забележува неговата намера за вложувања во должнички хартии од вредност (во земјата и странство пред се) кои носат повисока камата од онаа која што клиентите можат да ја добијат доколку ги вложат своите парични средства во депозити кај банките. Доколку пак, станува збор за акциски фондови, средствата се вложуваат во домашниот односно странските пазари на капитал и пред се станува збор за брзорастечки пазари (Бразил, Индија, Кина, Русија итн.), каде што можноста за остварување повисоки стапки на принос е поголема. Постојат исто така и парични фондови во склоп на КД Групацијата каде што паричните средства од сопствениците на удели се инвестираат на пазарите на пари, односно девизните пазари.

Осигурителните компании на КД Групацијата, исто така, се многубројни низ Југоисточна Европа и нивните искуства во вложување во хартии од вредност се секогаш добредојдени. Разгледувајќи ги финансиските извештаи на КД Животно осигурување Хрватска се дојде до податок дека ова друштво инвестира согласно со постоечкиот Закон за осигурување во Хрватска, односно во: обврзници, комерцијални записи, трезорски записи, меници, удели во инвестициони фондови, акции, депозити, кредити, хартии од вредност кои не котираат на активниот пазар на капитал⁸⁰. Доколку го погледнеме билансот на состојба за 2008 и 2009 година, вложувањето во хартии од вредност (акции и обврзници) изнесува 34,62% од вкупните средства на друштвото за 2008 година, односно 44% од вкупните средства за 2009 година.

⁸⁰ Извор: Финансиски извештај на КД Осигурување Живот Хрватска за 2009 година, стр.14.

5.2.4 Пензиските фондови во Р.Словенија и нивното портфолио

Законската регулатива поврзана со пензиските фондови е регулирана од 2 закони-Законот за пензиско осигурување и Законот за инвестиционите фондови. Регулативата дозволува основање на два вида пензиски фондови: взаемни (mutual) пензиски фондови и взаемни (mutual) пензиски компании. Взаемните пензиски фондови можат да бидат од отворен и затворен тип. Учеството во взаемен затворен пензиски фонд е дозволено за физички лица кои поседуваат доброволно осигурување и чиј што работодавец е оснивач на фондот. Учеството во взаемен отворен пензиски фонд не е условено со тоа лицето да биде во редовен работен однос. Взаемните пензиски компании пак се основаат како акционерски друштва со дозвола за извршување на доброволно осигурување: учеството во ваквиот тип на пензиски фонд не е условено со тоа лицето да биде во редовен работен однос.

Исто така, законската регулатива укажува на фактот дека само осигурителна компанија или банка може да ја превземе одговорноста за управување со пензиските фондови. Со цел да биде овозможено управувањето со некој пензиски фонд, потребна е дозвола за извршување на функцијата управување со пензиски фондови. Три владини институции треба да бидат консултирани пред да се донесе дозволата за управување со пензиските фондови и тоа: Агенцијата (комисијата) за хартии од вредност на Р.Словенија; Централната банка на Словенија и Агенцијата за супервизија во осигурувањето. Откога ќе се добие иницијалната дозвола за управување со пензиски фондови, на осигурителната компанија или банка се дозволува да одреди менаџерски тим на пензискиот фонд односно на друштвото за управување со пензиски фондови врз основа на договор. Друштвото за управување со пензиски фондови кое го основа и раководи со пензиските фондови, потребно е да обезбеди лиценца од Агенцијата за управување со инвестициони фондови.

Постојат 4 (взаемни) пензиски компании кои се всушност специјализирани осигурителни компании авторизирани за управување со пензиски фондови. Три од вкупно четирите такви пензиски компании управуваат со средства во износ од сто милиони Евра на инвеститорите. Исто така постојат 7 друштва за управување со пензиски фондови кои управуваат со по еден взаемен пензиски фонд. Нивната вредност на средствата се проценува на 0.4 милијарди Евра заклучно со мај 2006

година, 1 милијарда Евра заклучно со 2007 година и 1,04 милијарди Евра заклучно со 2008 година⁸¹.

Од околу 30 пензиски фондови кои што постојат во Република Словенија, само 3-4 се навистина активни. Што се однесува до инвестициите, тие се уште остануваат “претпазливи”. Гарантираната стапка на принос е врзана со приносите на државните обврзници иако тоа не претставува вистински транспарентна врска. Поради тоа, најголемиот дел од портфолиото на пензиските фондови е токму во овие инструменти⁸². Секако, најголема улога има државата и дефинирањето на законската регулатива во оваа област. Сепак, повеќето портфолио менаџери на овие пензиски фондови се надеваат дека со текот на времето, законската регулатива ќе претрпи доста промени и дека со тоа ќе им се “одврзат” рацете за инвестирање во акции. Од друга страна, пак, државата предлага пласман на средствата во депозити во банки и не е многу за промени во ограничувањата на инвестициите на пензиските фондови.

5.2.5 Банките во Република Словенија и нивното портфолио

Словенечкиот банкарски систем се состои од 20 банки од кои што повеќето се подружници на странски банки и 3 штедилници. Нова Љубљанска Банка е најголемата банка во државата, каде што како најголем акционер се јавува државата и белгиската КБЦ групација која веќе 2 години е во фаза на продавање на својот удел во банката⁸³.

Портфолиото на банките во Словенија карактеристично за земјите од поранешна Југославија е насочено кон т.н сигурни пласмани, односно најголем дел го сочинуваат безризичните инструменти (обврзниците, благајничките и државните записи), депозитите во други банки (пред се во Европа), мал дел во недвижности и

⁸¹ Извор: “Кадоган едукација - Извештај за Словенија, 2009”
(http://www.cadoganeducation.co.uk/expertise/banks/countries/slovenia_report.html),
Извор 2: Bank of Slovenia – Financial Stability Review, May 2009
(<http://www.bsi.si/en/publications.asp?MapaId=784>)

⁸² Исто

⁸³ Исто

останати пласмани како на пример кредити⁸⁴. Сепак се работи за конзервативна стратегија на вложување на средства каде што банкарите немаат многу “верба” во пазарите на капитал и акциите како средство за тргување со најголем принос, така што тие се уште ја следат стратегијата на претпазливо инвестирање.

Што се однесува до инвестирањето на словенечките банки во хартии од вредност, се забележува дека тој процент се движи помеѓу 25-30% во последните три години во однос на вкупната актива, односно 29,46% во 2009 година, 26,18% во 2008 година и 25,16% во 2007 година⁸⁵.

5.2.6 Осигурителните компании во Република Словенија и нивното портфолио

Во транзициониот процес, Словенија имаше доста проблеми кога се говори за осигурителниот сектор. По својата независност од Југославија, во Словенија постоеше само една осигурителна компанија (Триглав). Исто така пазарниот удел на другите осигурителни компании од другите југословенски републики беше мал, што претставуваше пречка за подобрување на конкуренцијата. Подоцна од Триглав осигурување беа издвоени 4 компании (Адриатик, Тилиа, Марибор и Триглав), така што делумно овој проблем беше решен⁸⁶.

Согласно со податоците на Агенцијата за супервизија во осигурувањето во Словенија односно годишниот извештај за 2009 година, вкупните приходи од осигурителни премии изнесуваа 1,948.2 милиони евра, од кои 26% припаѓаа на животно осигурување и 52,6% на неживотното осигурување и 21,4% на доброволното здравствено осигурување. На крајот на 2009 година постојеа 15 осигурителни компании во Словенија и 2 реосигурителни компании. Една компанија од овие 15 нудеше услуги само за животно осигурување, две компании нудеа услуги само за здравствено осигурување, две компании го опфатија само неживотното осигурување и останатите 10 компании беа од мешовит карактер, нудејќи најразлични типови на осигурување. Словенечкиот осигурителен сектор е

⁸⁴ Извор: <http://www.investslovenia.org/en/facts-figures/financial-market/banking-sector/>

⁸⁵ Извор: Народна Банка на Словенија, годишен извештај за 2007, 2008 и 2009 година.

⁸⁶ Извор: “The European Integration Process and Insurance Market Development: The case of the Former Yugoslav Countries” Kozarevic S., Regan L. and Gibbons R., vol 7, стр.10

карактеристичен по високото ниво на концентрација. Имено, компанијата Триглав поседува 41% од животното осигурување, односно 53,8% од делот на неживотното осигурување. Првите 5 компании поседуваат 85% од осигурителниот пазарен удел, додека првите 10 имаат 97,3%.

Она што е позначајно за трудот е каде овие инвестициони компании како претставници на институционалните инвеститори ги инвестираат средствата и остваруваат приноси. Во Табела 5.13 е прикажано како словенечките осигурителни компании ги финансираат своите средства во периодот 2006-2009 година.

Табела 5.13 Структура на севкупните инвестиции од осигурителните компании во Република Словенија од 2006 – 2009 година

(милиони евра) заклучно со 31.12	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
Државни хартии од вредност	722,3	43,4	707,8	34,6	797,7	38,1	943,1	37,1
Недвижности	2,1	0,1	2,2	0,1	7	0,3	8,4	0,3
Кредити	6,3	0,4	7	0,3	10,9	0,5	44,1	1,7
Обврзници	471,1	28,3	630,2	30,8	676	32,3	678,1	16,7
Акции	374,3	22,5	588,1	28,8	446,9	21,3	675,3	36,7
Депозити во банки	77,6	4,7	93,5	4,6	133,4	6,4	153,3	6
Останато	10,9	0,6	14,6	0,8	23,1	1,1	36,7	1,5
ВКУПНО	1.664,6	100	2.043,4	100	2.095	100	2.539	100

Извор: Словенечка Агенција за Супервизија во Осигурувањето, Годишен Извештај 2009 година

Како што се гледа во табелата, државните хартии од вредност и тука го завземаат најголемиот дел од инвестиционото портфолио на осигурителните компании во Република Словенија. Фактот што помалку изненадува е релативно високиот процент на вложување во акции како хартии од вредност (2009 година) и изнесува 36,7% од севкупното портфолио, што укажува на фактот за либералниот пристап кон стратегијата на инвестирање на овие претставници на институционални инвеститори. Потоа, следат обврзниците како без-ризични инструменти, депозитите во банките кои исто како и акциите бележат пораст во

2009 година во однос на претходните години, а сосема мал дел од портфолиото на словенечките осигурителни компании е насочен кон недвижнините и кредитите.

5.3 Портфолио менаџментот кај институционалните инвеститори во Република Македонија

5.3.1 Развојот на институционалните инвеститори во Република Македонија

Основањето и функционирањето на инвестиционите фондови во Р.Македонија овозможи акумулација на слободниот капитал, кој можеби никогаш не би се јавил на пазарот на хартии од вредност – пред сè, заштедите на малите инвеститори, кои на овој начин можат да се здружат и преку професионалното управување со здружените средства да се овозможи оплодување на капиталот. Воедно, со вложување на средствата во диверзифицирани портфолија на хартии од вредност се очекува да се оствари и диверзификација на ризикот при вложувањата, со што во голема мера се зголемува и сигурноста на инвестициите.

Донесувањето на новиот Закон за инвестициони фондови придонесе за континуиран развој на пазарот на хартии од вредност, подобрување на законската рамка за функционирање на инвестиционите фондови и воедно и хармонизација на националното законодавство од оваа област со релевантните европски директиви. Фактот дека светската економска криза влијаеше на развивањето на институционалните инвеститори, пред сè на инвестиционите фондови, е неоспорен. Првите инвестициони фондови се појавија во нашата држава, за жал, кога пазарот почна да има надолна линија (крајот на 2007 година), по претходно достигнатиот врв во историјата (Македонскиот берзански индекс МБИ10 изнесуваше 10.000 индексни поени, а започна со 1.000 индексни поени во 2001 година). Во еден таков момент, а во услови кога пазарот на капитал во нашата држава не беше и не е доволно равиен и кога фондовите достигнаа капитални загуби од вложувањето во акции на Македонската берза, се случи намалување на бројот на фондови, односно затворање на дел од нив (Сава фондовите, Мој фонд, Бета Инвест Капитал и др.). За среќа, странските инвестициони фондови (пред сè, отворените инвестициони фондови од Словенија, Хрватска и Бугарија) кои имаат долгогодишно искуство со

работа во овој домен, и со стекнатиот капитал од претходните “добри” години, се задржаа на пазарот кај нас, очекувајќи подобри времиња за остварување на капитални добивки од инвестирање.

Проблемите со кои се соочија новоотворените инвестициони фондови беа многубројни. Ликвидноста на пазарот на капитал во Македонија беше една од основните слабости и претставуваше голем проблем. Релативно големиот обем (при купување или продавање) на тргување со акциите на Македонска берза што во праксата го применуваат инвестиционите фондови беше ограничен. Во услови кога постоеше биков пазар, беше тешко да се акумулира поголем број на акции од една компанија, додека со опаѓачкиот тренд на Берзата, беше речиси невозможно да се продадат веќе купените акции-составен дел на портфолиот и на најниска дозволена цена според правилата за тргување на Македонската Берза за хартии од вредност.

Согласно податоците од Народна Банка на Република Македонија, заклучно со мај, 2011 година, во Република Македонија се присутни 16 банки и 8 штедилници⁸⁷. Реформските зафати, во банкарскиот систем во Република Македонија, се превземаа за да се создаде ефикасен и здрав банкарски систем. Обезбедувањето на поефтини средства за финансирање на стопанството и населението беше генератор на економскиот развој на Република Македонија. Функционирањето на македонскиот банкарски систем во изминатите години покажа дека се уште сме многу далеку од она што во светот се дефинира под поимот модерно банкарство. Наследениот атрофиран банкарски систем не обезбедуваше доволна кредитна поддршка на стопанството и населението. Ова беше една од главните причини за ниското ниво на инвестиции и бавниот развој на македонската економија.

Долгогодишното одржување на високи номинални и реални каматни стапки од страна на банките, беше условено од неефикасната банкарска регулатива. Нефункционалниот закон за хипотека, неефикасниот закон за извршна постапка, како и спороста на судските институции при решавањето на финансиските спорови беа поттик да се донесе нов закон за банки. Имено, новиот Закон за банки беше донесен во јули 2000 година и беше главен двигател на реформите во банкарскиот

⁸⁷ Извор: НБРМ - Листа на банки и штедилници кои имаат дозвола за работа издадена од Народна банка на Република Македонија

систем. Истиот подоцна беше во неколку пати изменуван и дополнуван, но сепак главните реформи беа постигнати со неговото стапување во сила во 2000 година. Новите законски решенија беа насочени кон: либерализација на работењето на банките и создавање на можности за воведување на нови финансиски инструменти; зајакнување и унапредување на конкуренцијата преку поттикнување на влезот на странски инвеститори во банкарскиот систем; поцврста супервизорска контрола и натамошно усогласување со меѓународните стандарди за супервизија и подобрување на менаџментот и воспоставување на адекватни внатрешни контролни механизми⁸⁸. Сепак, како што ќе биде презентирано во понатамошниот дел од трудот, банките во Република Македонија, многу малку или воопшто не се одлучуваат да инвестираат во акции и обврзници и своите инвестиции ги насочуваат во благајничките, државните записи и депозитите во други банки.

Националното биро за осигурување беше формирано во 1993 година со потпишување на договор помеѓу осигурителните друштва во нашата држава, пред сè, помеѓу акционерското друштво за осигурување и реосигурување “Македонија” и акционерското друштво за осигурување “Вардар”. Осигурителниот пазар е сè уште млад и во фаза на развивање. Тој се состои од 13 друштва за осигурување, 14 осигурителни брокерски друштва и 6 друштва за застапување во осигурувањето⁸⁹. Како нови “играчи” на осигурителниот пазар во Република Македонија се појавија австриските компании Граве и Винер. Позначајните компании во осигурителниот сектор во Македонија се: Кјуби Македонија, Вардар осигурување, Евроинс осигурување, Табак осигурување, Евролинк осигурување и др⁹⁰.

Законот за супервизија во осигурувањето беше донесен 2002 година, а последен пат беше изменуван и дополнуван во 2010 година. Овој закон и Законот за задолжително осигурување во сообраќајот ги уредуваат условите под кои можат да се вршат работи на осигурување на живот, неживотно осигурување и реосигурување, осигурително брокерски работи, основање, работење, супервизија

⁸⁸ Министерство за финансии на Р.Македонија – Реформите во банкарството во Македонија во 2000 година, 2000 год.

⁸⁹ Агенција за супервизија во осигурувањето - Регистар на друштва за осигурување, Регистар на осигурителни брокерски друштва и Регистар на друштва за застапување во осигурувањето, 2011 г.

⁹⁰ Извор: PricewaterhouseCoopers – Извештај за македонскиот финансиски сектор, 2011 година.

и престанок со работа на трговските друштва за осигурување и реосигурување, осигурителните брокерски друштва и Националното биро за осигурување⁹¹.

Најчести видови на осигурувања во Р.Македонија се⁹²:

- Осигурувањето од последици на несреќен случај - незгода (вклучувајќи индустриски повреди и професионални заболувања), во случај на смрт или нарушување на здравјето поради повреда;
- Осигурувањето на моторни и шински возила (каска);
- Осигурувањето на стока во превоз (карго)
- Осигурувањето на имот од пожар и природни непогоди.
- Животно осигурување.

Осигурителниот сектор во Република Македонија е сè уште недоволно развиен иако во последните години се остварија неколку крупни подобрувања во оваа област, како што се аквизицијата на повеќе помали домашни осигурителни друштва од страна на реномирани странски друштва со долгогодишно искуство во областа на осигурувањето и услугата животно осигурување - која беше новина во осигурителниот пазар во Република Македонија.

Главните институции кои го сочинуваат пензискиот систем во Република Македонија се: Министерството за труд и социјална политика, пензискиот и инвалидскиот осигурителен фонд на Република Македонија, Агенцијата за супервизија на капиталното финансирано пензиско осигурување, друштвата за управување со пензиски фондови (задолжителни), пензиските фондови (задолжителни), и банка – чувар на имот⁹³. Постојат два задолжителни пензиски фондови во нашата држава, и тоа: КБ Прво Пензиско Друштво и НЛБ Пензиски Фонд. Истите беа формирани на 09.06.2005 година⁹⁴. Задолжителните пензиски фондови се контролирани од Агенцијата за супервизија на капиталното

⁹¹ Извор: Закон за супервизија во осигурувањето, службен весник на Р.Македонија бр. 27 од 25.04.2002 година.

⁹² Извор: Агенција за странски инвестиции на Р.Македонија – осврт на финансискиот систем, 2011 г.

⁹³ НБРМ се јавува како банка чувар што се однесува за вториот столб на пензискиот систем (задолжителното осигурување), додека, претставник од комерцијалните банки може да ја обавува функцијата чувар на имот кога станува збор за третиот столб на пензискиот систем (доброволното пензиско осигурување).

⁹⁴ Со одлуката од 09.06.2005 година, на двете друштва им е дадено одобрение за управување со пензиски фондови за период од 10 години. Поради измените во Законот за задолжително капитално финансирано пензиско осигурување во 2008 година, на 20.11.2008 година издадени се нови одобренија за управување со задолжителен фонд со неограничено траење.

финансирано пензиско осигурување, согласно Законот за задолжително капитално финансирано пензиско осигурување.

Законот за реформите во третиот столб на пензискиот систем беше донесен Јануари, 2008 година. Претставници на фондовите кои го сочинуваат третиот столб во пензискиот систем во Р.Македонија се НЛБ Пензија Плус и КБ Прв отворен доброволен пензиски фонд⁹⁵.

Пензиските фондови се под постојана контрола од државата бидејќи се обврзуваат да обезбедуваат постојан доход на пензионерите. Истите во суштина претставуваат акумулирани заштеди кои ќе бидат сукцесивно исплатувани во наредните години. Со креирањето на обврската за исплата на пензија, пензиските фондови прибираат финансиски заштеди кои на различни начини се трансферираат до дефицитарните единици, слично како и кај осигурителните компании.

Пензиските фондови се наслонуваат на тековниот доход што подразбира финансирање на пензии од доходот на вработените или на заштедите на вработените во текот на работниот век и инвестирање на заштедите на финансиските пазари заради обезбедување на стабилно финансирање на идните пензии од остварениот принос од инвестирање.⁹⁶

Непостоењето на други финансиски инструменти на македонскиот пазар на хартии од вредност во кои големите инвеститори ќе можат да ги вложат своите слободни финансиски средства и да го збогатат своето портфолио, беше исто така препрека во функционирањето на институционалните инвеститори кај нас. Тргувањето само со акции и обврзници на Македонскиот пазар на капитал ја лимитираше во голем дел работата на овие инвеститори. Непостоењето на општински обврзници или обврзници од единиците на локалната самоуправа, корпоративните обврзници, кои завземаат значителен дел од инвестициското портфолио кај развиените инвестициски фондови во Западна Европа, само ја дополнува тезата за сè уште недоволно добро развиен пазар на капитал. Со воведувањето на овие нови финансиски инструменти на македонскиот пазар на капитал и со одредени промени во правилата за тргување на Македонската Берза,

⁹⁵ Двата фондови се запишани во Регистрот на задолжителни и доброволни фондови на 01.06.2010 година.

⁹⁶ Б. Василевски: “Привредна друштва” Белград, 1999, цитирано дело, стр.105

секако дека пазарот ќе биде подинамичен и поефикасен, или едноставно интересен за инвестирање и конкурентен на пазарите од развиените економии.

Стабилизирањето на пазарот на капитал кај нас и во нашето опкружување, како и опоравувањето од економската криза кое се очекува во наредните години, сигурно дека во некоја мера ќе ги подобри исто така и условите за функционирање и понатамошен развој на институционалните инвеститори во Македонија.

5.3.2 Институционална и законска рамка на пазарот на капитал во Република Македонија

Ефикасното функционирање на пазарот на капитал подразбира и постоење и функционирање на соодветна институционална и законска рамка. Од осамостојувањето на нашата држава, еден од многубројните приоритети беше и создавањето и развој на еден интегриран пазар во чии што рамки ќе функционира и финансискиот пазар со сите свои сегменти, вклучувајќи го и пазарот на капитал. За таа цел беше формирана и Комисијата за хартии од вредност во 1992 година која има функција на регулатор и контролор врз работењето на новосозданиот пазар на капитал и на учесниците во него. Главните функции на Комисијата за хартии од вредност се давања одобренија и согласности за основање на брокерски куќи, централен депозитар, берза, инвестициони фондови и друштва за управување со инвестициони фондови, одобренија за издавање односно емитување на хартии од вредност, именување на директори на брокерски куќи, берза, централен депозитар и инвестициони фондови. Исто така, таа постојано го контролира работењето на учесниците на пазарот на капитал преку редовни контроли, со што овозможува и придонесува за правилно спроведување на законите кои го регулираат пазарот на хартии од вредност во Република Македонија.

Од друга страна, како централно место за тргување на хартиите од вредност се основаше и Македонската Берза за хартии од вредност во 1995 година, а првиот трговски ден на нашата берза беше во март 1996 година. На почетокот берзата функционираше како акционерско друштво на непрофитна основа, за да подоцна во 2001 година и измените во Законот за хартии од вредност преминува во профитно акционерско друштво.

Формирањето на Централниот депозитар за хартии од вредност во 2001 година го заокружи процесот на заокружување на институционалната инфраструктура на пазарот на капитал кај нас. Со формирањето на оваа институција се овозможи поголема сигурност кај инвеститорите, спречување на многубројните грешки, пропусти и неправилности при тргувањето и преносот на хартиите од вредност. Исто така, се зајакнаа правата на малцинските акционери во компаниите. Сите акционерски друштва ги пренесоа своите акционерски книги на управување во Централниот депозитар, со што беше извршено анулирање на едена од главните причини за избегнување на котација на берза на македонските компании. Покрај другото, беше воведена и целосна дематеријализација на хартиите од вредност и на тој начин, практиките од странските развиени пазари на капитал станаа и реалност на нашиот новосоздаден пазар и се обезбедија сите предуслови за нормално функционирање на пазарот на хартии од вредност по примерот на светските развиени земји.

Освен основањето и функционирањето на пазар на капитал, за потребите на негово непречено функционирање беше неопходно и воведување на потребна законска регулатива во овој домен. За таа цел, беше донесен и Законот за хартии од вредност и Законот за инвестициони фондови во 2000 година⁹⁷, како и Законот за превземање на акционерски друштва во 2002 година. Имено, овие закони од нивното донесување до денес претрпеа повеќекратни измени со цел за нивно подобрување и приспособување кон македонските услови но и кон регулативата поврзана со хартиите од вредност на земјите членки на Европската Унија.

Законот за инвестиционите фондови го регулира работењето на инвестиционите фондови како претставници на институционалните инвеститори кај нас, детално ги уредува условите за основање на инвестициони фондови и друштва за управување со инвестиционите фондови, начинот на нивното работење, изборот на депозитна банка и контрола над нивното работење. Новите измени на овој закон се однесуваа меѓу другото и на намалувањето на основната главнина за основање на инвестиционен фонд што во голема мера придонесе за создавање на повеќе отворени но и затворени инвестициони фондови. Исто така беше

⁹⁷ Сепак, измените и дополнувањата на Законот за инвестициони фондови во 2007 година, влијааа за влезот на првите инвестициони фондови во нашата држава.

овозможено и основање на приватни фондови (equity funds), со што се заокружи и надополни законската рамка во овој домен и на тој начин странските искуства беа пренесени во целост.

Според Законот за инвестициони фондови, инвестиционен фонд се основа со цел здружување на парични средства наменети за инвестирање, прибрани од инвеститори, со кои за сметка на инвеститорите управува Друштво за управување со инвестициони фондови. Покрај Друштвото за управување со фондови, законска обврска постои и за избор на депозитна банка. Депозитната банка треба да биде банка со седиште во Р.Македонија која ги извршува следните функции: претставува чувар на имотот на фондот, реализира продажба и удели на акции до уплата на парични средства на посебна сметка на фондот во банката, утврдува вредност на поединечните удели (на дневна основа), исплатува дивиденда, извршува налози на друштвото, врши наменско користење на приходите на фондот и спроведува ликвидација.

Што се однесува до пазарот на услугите за осигурување, каде како учесници се јавуваат осигурителните компании за животно и неживотно осигурување, карактеристично е да се спомене дека од неодамна како регулатор и контролор се јавува новоформираната Агенција за супервизија во осигурувањето. Пазарот на пари ја заокружува инфраструктурната рамка на финансискиот пазар во Република Македонија, каде што како учесници се јавуваат банките и штедилниците кои подложат на директна контрола и регулација од страна на Народната банка на РМ.

Во реформиранiot пензиски систем на Р.Македонија содржана е компонентата на задолжително учество на осигурениците што истовремено наметнува потреба од воспоставување на специјализирана институција за супервизија која ќе работи самостојно, ефикасно и транспарентно, обезбедувајќи успех на реформата и долгорочно стабилно капитално финансирано пензиско осигурување, како интегрален дел на целокупниот пензиски систем. За таа цел е формирана Агенцијата за супервизија на капитално финансирано пензиско осигурување (МАПАС). Супервизијата која е во надлежност на (МАПАС) обезбедува почитување, односно спроведување на законот и регулативите, градење на довербата во пензискиот систем, следење и оценка на резултатите и др.

Останати дејности кои се задача на Агенцијата се следните: спроведува активности за прибирање понуди на тендер, издава, повлекува и одзема дозволи за основање на друштва и одобренија за управување со пензиски фонд; врши супервизија на работењето на правните лица кои се чувари на средствата на пензиските фондови и на странските менаџери на средства на пензискиот фонд во врска со работењето со тие средства; дава предлог за покренување на прекршочни и кривични постапки пред надлежен орган против друштва за управување со пензиски фондови, чувари на имот на пензиски фондови, странски менаџери на средства и други лица во случај на повреда на одредбите на Законот за задолжително капитално финансирано пензиско осигурување и на други закони; ги следи и ги разгледува финансиските извештаи на пензиските фондови и на друштвата; води регистер на агенти; остварува постојана соработка со Министерството за финансии на Р.Македонија, НБРМ, Комисијата за хартии од вредност како и со Фондот за пензиско и инвалидско осигурување на Македонија за обезбедување на постојана ефикасна супервизија и регулатива, итн.

5.3.3 Портфолијата на инвестиционите фондови во Р.Македонија

5.3.3.1 Отворените инвестициони фондови во Република Македонија

“Отворениот фонд претставува посебен имот без својство на правно лице, чии сопственици на документи за удел имаат право на сразмерен дел од добивката во фондот и право да бараат откуп на документите за удел. Отворениот фонд се регистрира во Комисијата за хартии од вредност и стекнува деловна способност од денот на уписот во Регистерот на Комисијата⁹⁸”. Со цел да се основа еден отворен инвестиционен фонд, Друштвото за управување со фондови, донесува статут, изготвува јавен повик (јавна понуда за откуп), проспект на фондот и склучува договор со депозитна банка. Откако Друштвото за управување со фондови ќе добие

⁹⁸ Закон за инвестициони фондови, Службен весник на Р.Македонија бр.9/2000 од 10.02.2000 година.

дозвола (одобрение) за основање на фондот, тоа може да започне со прибирање на парични средства преку јавна продажба на документи за удел.

Што се однесува до откупот на документот за удел во фондот, карактеристично е дека секој сопственик на документ за удел има право да бара откуп на документот и на тој начин да истапи од фондот. Цената што одговара на вредноста на уделот мора да се исплати без одбитоци доколку тие одбитоци не се изрично предвидени во статутот на фондот.

Од крајот на 2007 година се појавија и првите инвестициони фондови во Република Македонија како резултат на измените на веќе постоечкиот Закон за инвестициони фондови кој во голема мера беше прилагоден на европските стандарди и претставуваше предуслов за успешно развивање на оваа дејност во нашата држава. За жал, овие инвестициони фондови се отворија во време кога почнуваше глобалната економска криза и кога пазарите на капитал ширум светот беа значително погодени од кризата и имаа надолен тренд. Тоа доведе и до пад кај нето вредноста на фондовите во Македонија кои почнуваа да купуваат хартии од вредност дома и во странство. Оние кои што применуваа поконзервативна инвестициона политика, односно пасивна стратегија при инвестирањето излегоа како победници, бидејќи поголемиот дел од своето портфолио го имаа насочено кон должнички хартии од вредност и депозити во банки (пред се домашни). За разлика од нив, друштвата за управување со фондови кои претендираа на повисок принос, прифаќајќи поголем ризик и кои што вклучуваа пред се акции (дома и странство) во своето портфолио, забележаа драстични негативни резултати и намалување во нето вредноста на фондовите. Како резултат на тоа, повеќе од инвеститорите почнаа да ги повлекуваат своите удели од фондовите, што беше уште поголем удар за фондовите, бидејќи беа принудени во таков случај да продаваат хартии од вредност од своето портфолио со цел да ги исплатат своите клиенти, и во една таква ситуација вредноста на портфолиото продолжи да се намалува.

Бројот на отворените инвестициони фондови во Република Македонија се намали од нивното првично појавување кон крајот на 2007 година. Имено, моментално отворените инвестициони фондови се основани од словенечки инвеститори односно групации кои имаат долгогодишна традиција во работењето

со оваа бранша и имаат отворено подружници во земјите од југо-источна Европа и поранешна Југославија. Тука ги вбројуваме Илирика фондовите, КД фондовите и ново отворениот КБ Публикум во кој што значително учество во основната главнина има и една наша комерцијална банка. На листата на отворените инвестициони фондови се надоврзува и единствениот фонд со основачи од Р.Бугарија, а тоа е Иново Статус акции. Во прилог следат структурите на портфолијата кај отворените инвестициски фондови во Република Македонија.

Табела 5.14 Структура на портфолиото на отворениот инвестициски фонд Илирика Југоисточна Европа

Вид на инструменти	Земји на издавачите на хартии од вредност/инструменти	Процент на вредноста на средствата од фондот
Акции	Југоисточна Европа: Албанија,	Од 55% до 100%
Долгорочни должнички хартии од вредност	Австрија Босна и Херцеговина, Бугарија,	Од 0% до 30%
Краткорочни должнички хартии од вредност	Грција, Македонија, Полска, Романија, Русија,	Од 0% до 30%
Хартии од вредност од нови емисии (IPO)	Словачка, Словенија, Србија, Турција,	Од 0% до 30%
Финансиски деривати	Украина, Унгарија, Црна Гора, Чешка и Хрватска.	Од 0% до 25%
Депозити	Република Македонија	Од 0% до 25%

Табела 5.15 Структура на портфолиото на отворениот инвестициски фонд КД Јужен Балкан

Вид на инструмент	Пазари на ХОВ	Процент на вредност
Акции	Словенија, Хрватска, Босна и Херцеговина, Македонија, Србија, Црна Гора, Косово, Албанија, Бугарија, Романија, Турција, Австрија, Чешка, Полска, Унгарија	До 100%
Краткорочни ХОВ	Белгија, Велика Британија, Германија, Грција, Данска, Естонија, Ирска, Италија, Кипар, Латвија, Литванија, Луксембург, Малта, Португалија, Словачка, Франција, Финска, Холандија, Шведска, Шпанија.	До 25%
Долгорочни должнички ХОВ	Словенија, Хрватска, Босна и Херцеговина, Македонија, Србија, Црна Гора, Косово, Албанија, Бугарија, Романија, Турција	До 50%
Нови емисии	Словенија, Хрватска, Босна и Херцеговина, Македонија, Србија, Црна Гора, Косово, Албанија, Бугарија, Романија, Турција	До 30%
Депозити	Македонија	До 50%
Инвестициски фондови	Словенија, Хрватска, Босна и Херцеговина, Македонија, Србија, Црна Гора, Косово, Албанија, Бугарија, Романија, Турција	До 10%

Табела 5.16 Структура на портфолиото на отворениот инвестициски фонд Илирика глобал растечки пазари

Вид на инструмент	Пазари на ХОВ	Процент на вредност
Акции	Поранешна Југославија	До 45%
Обврзници, комерцијални записи, IPO	Земји од Југоисточна Европа	До 30%
Депозити	Македонија	До 25%

Табела 5.17 Структура на портфолиото на отворениот инвестициски фонд Иново Статус Акции

Вид на инструменти	Пазари на хартии од вредност	Процент од вредноста
Акции	Р.Македонија	до 100%
Акции	Босна и Херцеговина, Хрватска, Словенија, Црна Гора и Србија	до 40%
Долгорочни должнички хартии од вредност	Р.Македонија, Босна и Херцеговина, Хрватска, Словенија, Црна Гора и Србија	до 50%
Краткорочни должнички хартии од вредност	Р.Македонија, Босна и Херцеговина, Хрватска, Словенија, Црна Гора и Србија	до 25%
Депозити	Во комерцијални банки на Р.Македонија	до 25%
Финансиски деривативни инструменти	Р.Македонија, Босна и Херцеговина, Хрватска, Словенија, Црна Гора и Србија	до 25%

Табела 5.18 Структура на портфолиото на отворениот инвестициски фонд КБ Публикум балансиран

Вид на инструменти	Пазари на хартии од вредност	Процент од вредноста
Акции	Р.Македонија, Хрватска, Србија, Црна Гора, Албанија, Босна и Херцеговина, Украина, Руската Федерација, Бразил, Индија и Кина	до 75%
Долгорочни должнички хартии од вредност	Р.Македонија, Босна и Херцеговина, Хрватска, Црна Гора и Србија	до 80%
Краткорочни должнички хартии од вредност	Република Македонија, Хрватска, Србија, Црна Гора, Албанија, Босна и Херцеговина, Европската Унија, СЕФТА и ОЕСД;	до 25%
Депозити	Во комерцијални банки на Р.Македонија	до 100%
Инвестициски фондови	Украина, Руската Федерација, Бразил, Индија Кина СЕФТА и ОЕСД	до 10%

Разгледувајќи ги инвестиционите политики на отворените фондови во Република Македонија, во нивните проспекти, констатирани се некои заеднички карактеристики. Прва карактеристика е дека поголемиот број од фондовите ги инвестираат своите средства во акции во земјите од поранешна Југославија и земјите од ОЕЦД. Тука спаѓаат отворените инвестициони фондови: КД Јужен Балкан, Илирика Југоисточна Европа, Иново Статус Акции. Тоа се должи, пред сè, на искуствата што овие друштва (матичните друштва за управување со инвестициони фондови) ги имаат стекнато во овие земји каде што долги години функционираат. Сепак одреден дел, своите средства ги инвестираат во глобалните брзо растечки пазари на капитал како што се Бразил, Кина Индија и Русија (Тука спаѓаат КД БРИК, КБ Публикум Балансиран, Илирика Глобал Растечки пазари). Водени од искуството и последиците од светската економска криза, отворените фондови кај нас не се одлучуваат за вложување во ризични земји.

Вреди да се напомене дека првите отворени инвестициони фондови што се појавија во Македонија (Илирика отворените инвестициони фондови-крајот на 2007 година) имаа во голем дел оптимистички планови за инвестирање и нивните стратегии беа составени на тој начин што инвестирањето во акции беше земено во прв план, потоа следеа (државните) обврзници, а на последно место беа застапени депозитите во банки, недвижностите или кредитите. Мора да се напомене дека тој период беше далеку подобар отколку 2009 година кога и почнаа да се случуваат драстични падови на акциите на светските берзи предизвикани од хипотекарната криза во Америка која значеше почеток на глобалната светска финансиска криза. Земајќи го во предвид овој факт, инвестиционите фондови во Македонија што се оформија по 2009 година (КД Фондовите, КБ Публикум) беа во голем дел претпазливи во градењето на стратегијата за инвестирање, па така тие се насочија кон инвестиции во загарантирани должнички безризични инструменти со фиксен принос (државни обврзници) и депозити во банки, додека многу мал процент беше наменет за инвестирање во акции како хартии од вредност.

Загрижува фактот што отворените инвестициони фондови кај нас не покажуваат интерес за вложувања во нови емисии на хартии од вредност иако законски немаат никаква препрека за тоа. Тоа би овозможило дополнителен допринос во развојот на македонскиот пазар на капитал, посебно во однос на

неговата ликвидност. Од друга страна, искуствата покажуваат дека многу мал број на компании се одлучуваат да издаваат нови емисии на хартии от вредност во нашата држава што секако е загрижувачки во однос на државите од поранешна Југославија, пред се Хрватска и Словенија. Исто така, непостоењето на општински обврзници оневозможува да овие фондови ги инвестираат средствата во нашата држава и се почесто се одлучуваат за инвестирање во растечките странски пазари на капитал.

Се доаѓа до генерален заклучок дека европските и светските искуства се пренесени, односно донесени во областа на инвестиционите фондови во Република Македонија, пред се благодареејќи на матичните друштва за управување со инвестициони фондови кои имаат долгогодишна традиција во овој бизнис, а од неодамна се присутни и во нашата држава.

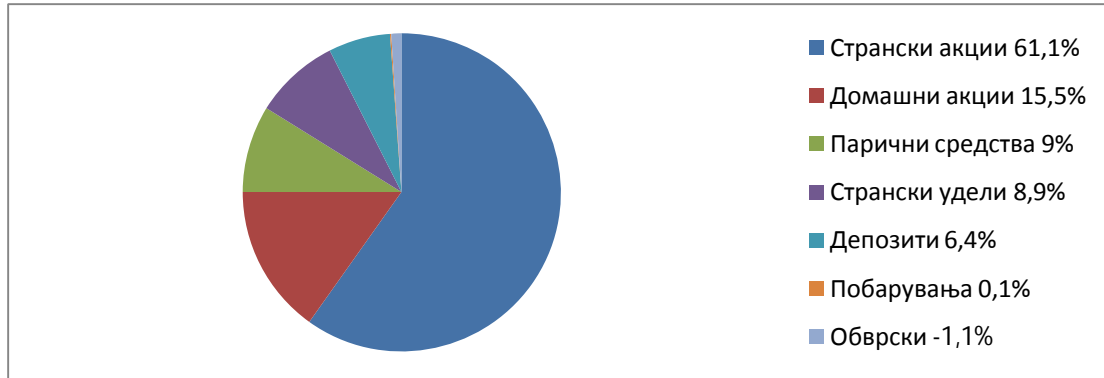
5.3.3.1.1 Споредба на стратегиите за инвестирање, приносите, структурите на вложување и изложеноста по сектори и индустрии на отворените инвестициони фондови Илирика Југоисточна Европа и КД БРИК

Отворен инвестициски фонд - Илирика Југоисточна Европа

Отворениот Инвестициски фонд Илирика Југоисточна Европа (Илирика ЈИЕ) е еден од првите македонски отворени инвестициони фондови. Инвестициската политика на фондот е насочена кон остварување натпросечен принос преку инвестирање во удели на компании со висок потенцијал за раст во земјите на Југоисточна Европа кои ги вклучуваат пазарите на земјите од поранешна Југославија и од поширокиот Југоисточен регион. Фондот може да вложува и во земјите членки на ЕУ, ОЕЦД и Молдавија. Во рамки на инвестициската стратегија, отворениот инвестициски фонд Илирика ЈИЕ се очекува да оствари висок принос, поврзан со високо ниво на ризик. Со цел профитабилно искористување на информациите, најголемиот дел од вложувањата се инвестираат на пазарот на

капитал во Македонија како би се овозможила оптимална диверзификација на портфолиото и според тоа намалување на ризикот⁹⁹.

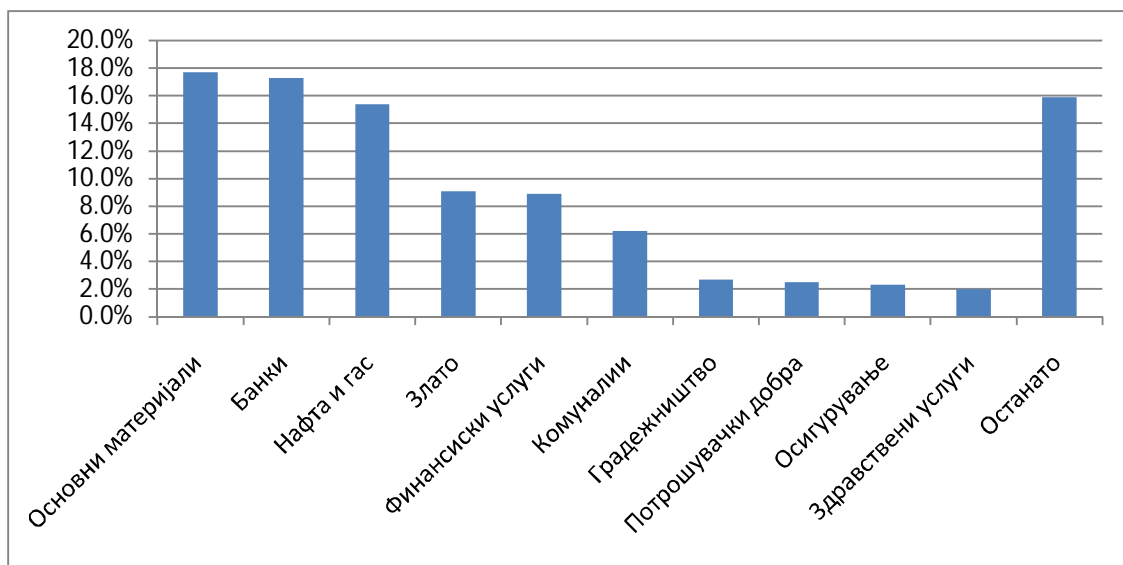
Приказ 5.6 Структура на портфолиото на ЈИЕ (31.12.2010)



Табела 5.19 Принос на фондот ЈИЕ

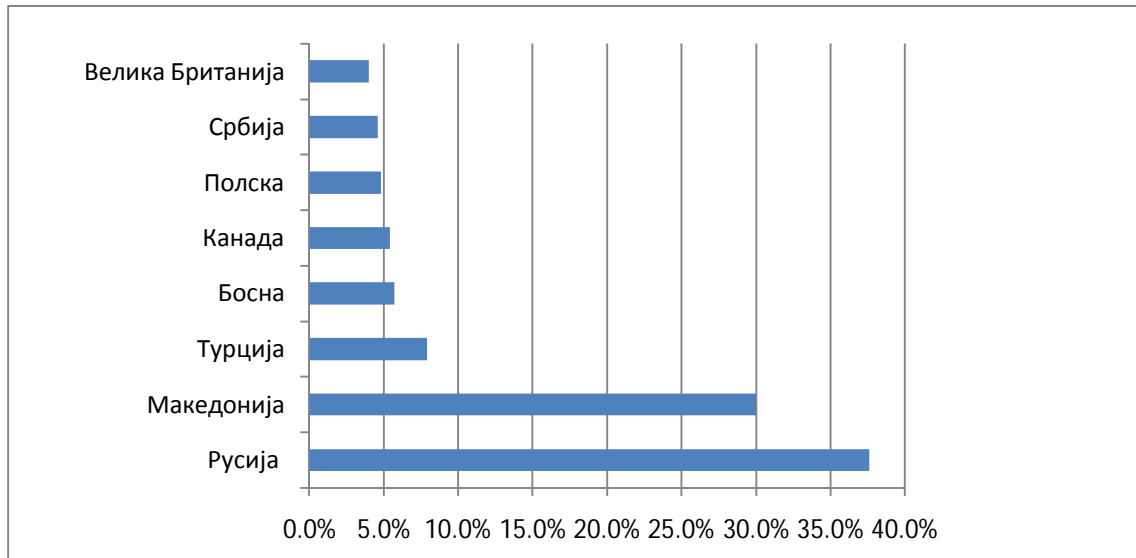
Принос во 2010 година	2,98%
Принос во 2009 година	16,71%

Приказ 5.7 Структура по индустрија на вложување на ЈИЕ

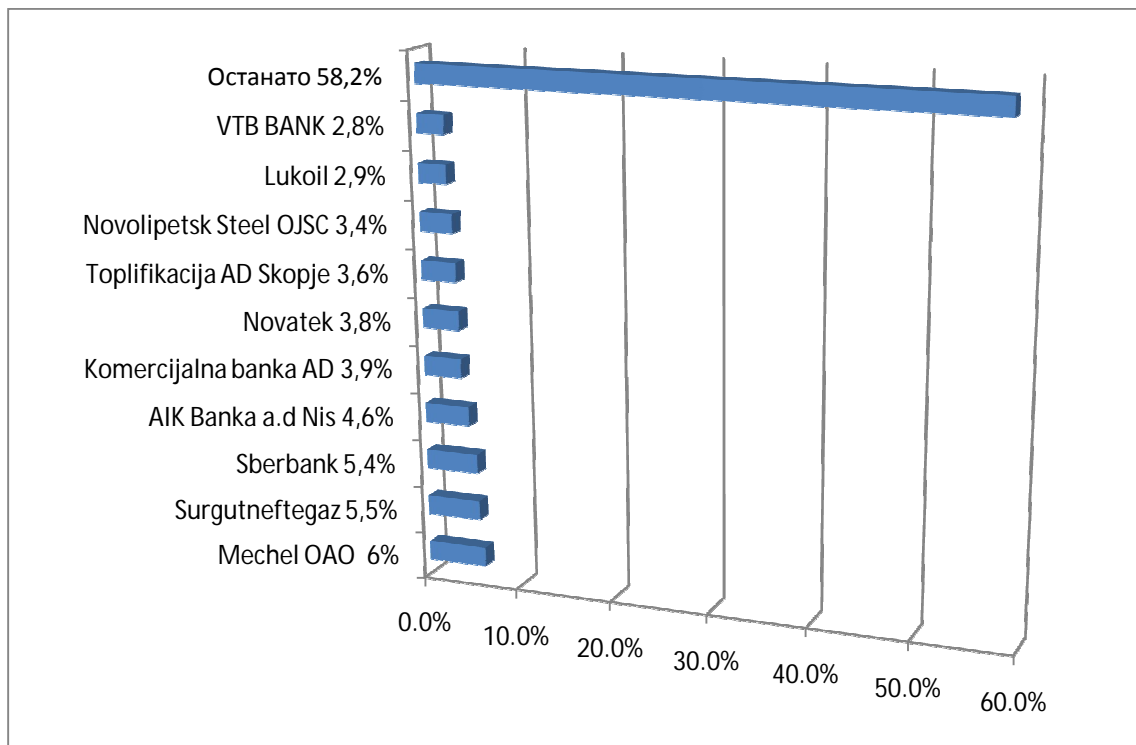


⁹⁹ Месечен извештај 31.12.2010, инвестициски фонд- Илирика Југоисточна Европа

Приказ 5.8 Структура по земја на вложување на фондот ЈИЕ



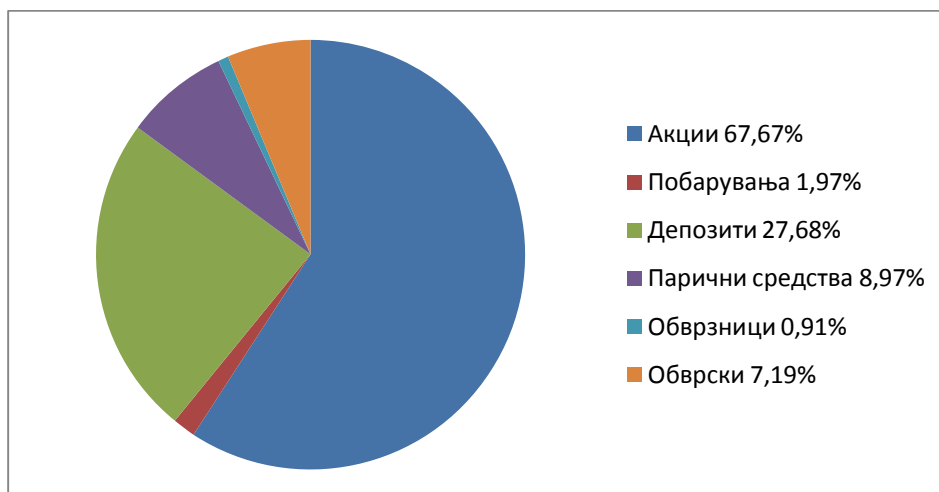
Приказ 5.9 Најголеми 10 вложувања во акции на фондот ЈИЕ



Отворен инвестициски фонд – КД БРИК

Целта на отворениот инвестициски фонд КД БРИК е здружување на парични средства наменети за инвестирање, по пат на јавен повик за запишување на удели во Фондот и вложување на тие средства согласно Законот за инвестициски фондови, Статутот и Проспектот на фондот, со цел диверзификација на ризикот од вложувањето и остварување на принос на инвестираните средства. Инвестициската политика на фондот е насочена кон остварување натпросечен принос преку инвестирање во удели на компании со висок потенцијал за раст во земјите со високи стапки на раст, со акцент на земјите Бразил, Русија, Индија и Кина.

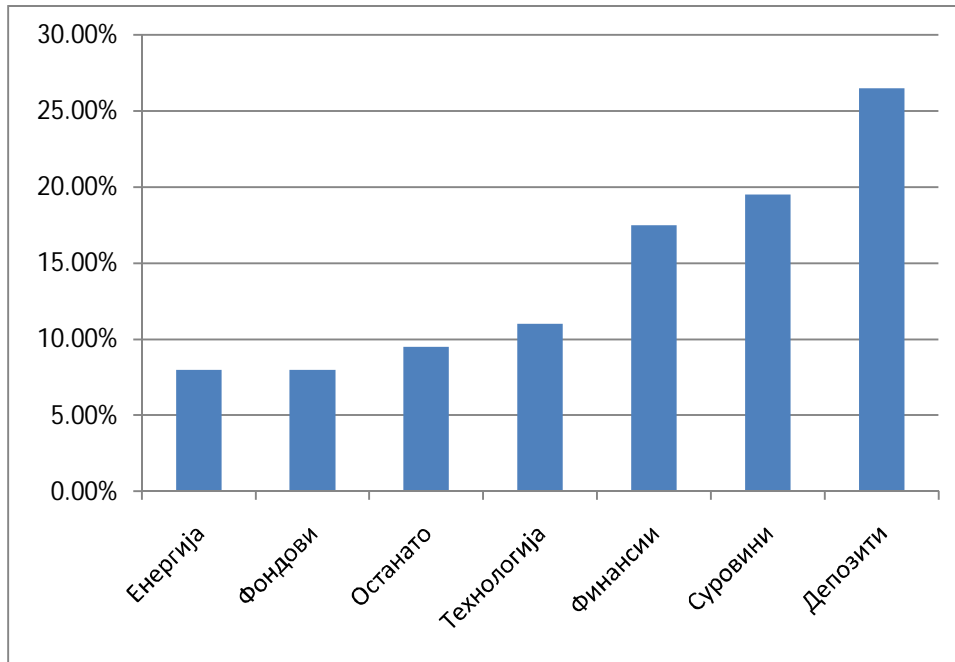
Приказ 5.10 Структура на портфолиото на КД БРИК



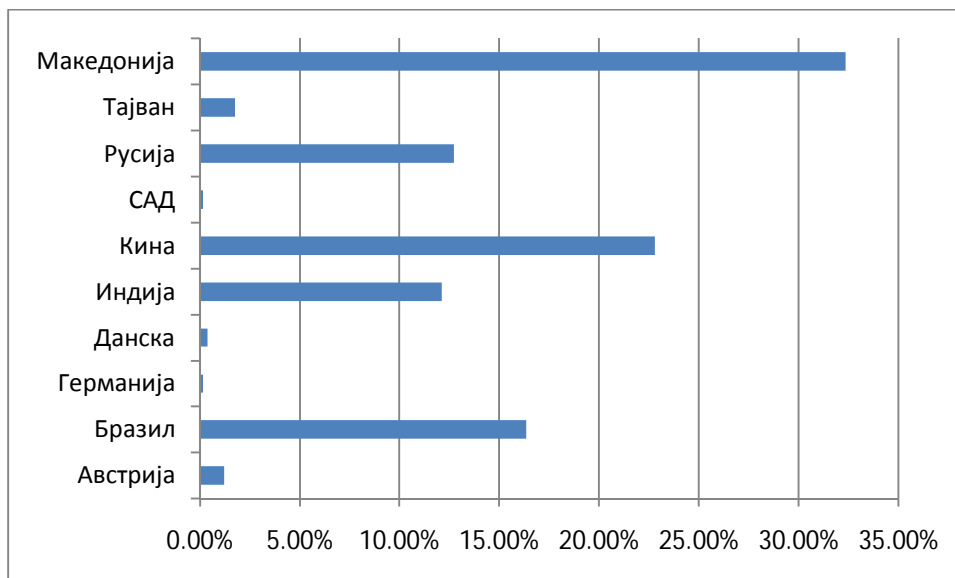
Табела 5.20 Принос на фондот КД БРИК

Принос во 2010 година	13,59%
Принос во 2009 година	39,24%

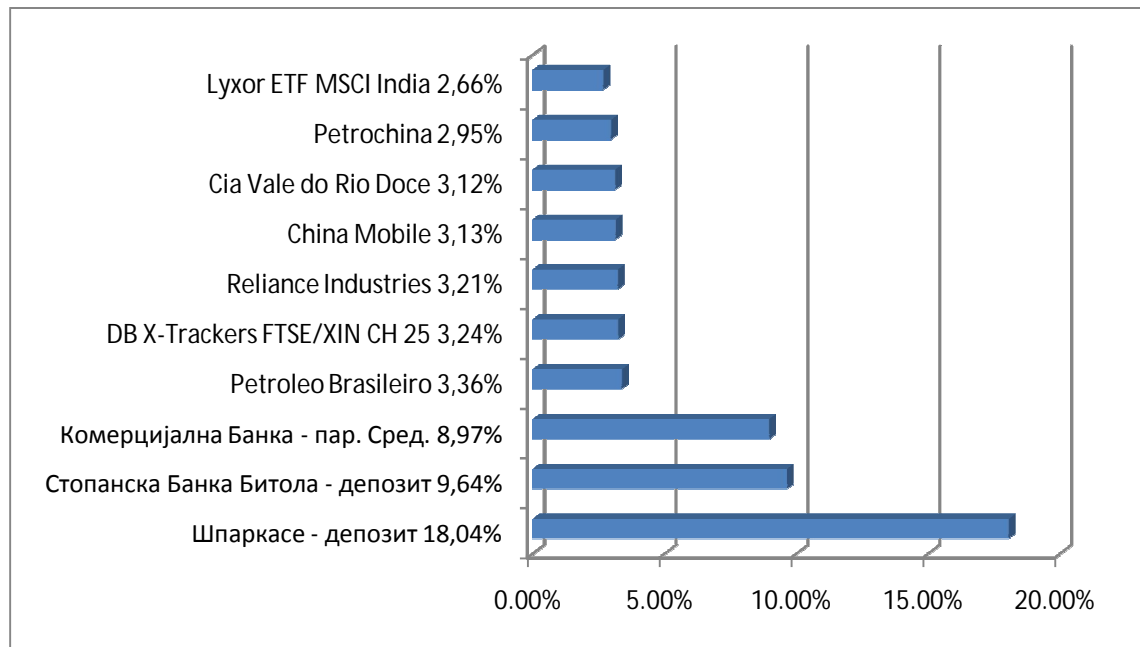
Приказ 5.11 Структура по индустрија на вложувањето на фондот КД БРИК



Приказ 5.12 Структура по земја на вложувањето на фондот КД БРИК



Приказ 5.13 Најголеми 10 вложувања во акции на фондот КД БРИК



Како што може да се заклучи од горенаведените примери, односно прикази, и двата отворени инвестициони фонда инвестираат во брзо растечки економии (тука спаѓаат пред се земјите од латинска Америка и Азија-со посебен акцент на Бразил, Русија, Индија и Кина), индустрии во развој (енергија, технологија, финансии, суровини). Единствената разлика се состои во тоа што инвестицискиот фонд Илирика Југоисточна Европа инвестира и во земјите од поранешна Југославија, а резултат на драстичното паѓање на цените на акциите кои котираат во овие земји изминатите 3 години со почетокот на глобалната финансиска криза е и понискиот принос на овој фонд за 2009 и 2010 година во однос на инвестицискиот фонд КД БРИК. Сепак, кај двата фондови, значително учество од портфолиото завземаат и хартиите од вредност што котираат на Македонската Берза, односно домашните хартии од вредност.

Во структурата на вложувањето, акциите како хартии од вредност се застапени во висина од над 60% од портфолиото на двата фонда. Депозитите во банки се исто така присутни кога се во прашање инвестициите кај овие два типа на отворени фондови, но процентот во голема мерка се разликува. Имено, кај инвестицискиот фонд Илирика ЈИЕ процентот на вложување во депозити изнесува

6,4% од портфолиото, додека процентот кај КД БРИК изнесува 27,68% што пак укажува на една не толку агресивна стратегија на вложување за разлика од конкурентскиот Илирика ЈИЕ. Обврзниците речиси ги нема поради фактот што и двата фонда настојуваат да инвестираат во средства (акции) кои би можеле да донесат високи приноси (што не е случај со обврзниците), секако прифаќајќи одреден степен на ризик од вложување.

5.3.3.2 Затворените инвестициони фондови во Република Македонија

Затворениот фонд, за разлика од отворениот фонд има статус на правно лице. “Затворениот фонд е акционерско друштво, кое се основа за прибирање на парични средства преку јавен повик за продавање на сопствени акции и вложување на име средства во хартии од вредност”¹⁰⁰.

На затворениот фонд се применуваат одредбите од Законот за трговски друштва, а се основа и управува од страна на Друштвото за управување со фондови. Како што беше случајот и кај отворениот фонд, за основање на затворен фонд, Друштвото за управување со фондови донесува статут, изготвува јавен повик, проспект на фондот и склучува договор со депозитна банка. Комисијата за хартии од вредност како регулаторно тело на пазарот на капитал во Р.Македонија и регулатор и контролор на инвестиционите фондови дава одобрение за основање на затворен фонд.

Најнискиот номинален износ на основната главнина на затворениот фонд, согласно со измените на Законот за инвестициони фондови на Р.Македонија изнесува 500.000 евра во денарска противвредност. Овој износ на основна главнина, затворениот фонд е должен постојано да го одржува, а истата може да се зголеми преку нова емисија на акции, врз основа на одобрение на Комисијата за хартии од вредност и согласно Законот за хартии од вредност.

Акциите на затворениот фонд имаат статус на обични акции кои што се неограничено преносливи. Истите се плаќаат со парични средства и мораат да бидат уплатени во целост пред уписот на затворениот фонд во Трговскиот

¹⁰⁰ Закон за инвестициони фондови, Службен весник на Р.Македонија бр.9/2000 од 10.02.2000 година.

регистер. Како забрането дејствие на затворениот фонд во поглед на акциите, а што е карактеристично и дозволено кај другите акционерски друштва кои котираат на берза е забраната за стекнување на сопствени акции. Што се однесува до цената на акциите по основањето на затворениот фонд зависи од односот меѓу понудата и побарувачката за нив која се утврдува на берза или друг регулиран пазар.

Друштвото за управување со фондовите му предлага на Собранието на затворениот фонд, распределба на дивиденда на фондот и во согласност со одлуката на Собранието дава налог до депозитната банка за исплата на дивидендата на акционерите на затворениот фонд, која пак се исплатува во согласност со статутот на фондот и одлуката на Собранието на затворениот фонд.

Во нашата држава се уште нема основан затворен инвестиционен фонд.

5.3.3.3 Приватните инвестициони фондови во Република Македонија

Приватен инвестициски фонд претставува посебен имот, без својство на правно лице, формиран со цел за прибирање на парични средства преку приватна понуда за продавање на документи за удел во фондот, чии средства се вложуваат во согласност со целите на вложување утврдени со проспекто на приватниот фонд. Сопствениците на документите за удел имаат право, покрај правото на удел во добивката на приватниот фонд, да бараат и исплата на уделот и на тој начин да истапат од фондот, на начин и под услови утврдени со проспекто на фондот. Како што може да се забележи, овој тип на инвестиционен фонд има неколку заеднички карактеристики со затворениот фонд (нема својство на правно лице), но воглавно ги има задржано карактеристиките на инвестиционен фонд (има статут, проспект, начинот на уплата и исплата на документите за удел итн.). Исто така, карактеристично е и тоа што се основа на период кој не може да биде помал од осум години, големината на приватниот фонд изнесува најмалку 500.000 евра во денарска противвредност, а минималната преземена договорена обврска на вложување на секој поединечен инвеститор во приватниот фонд не може да биде помала од 50.000 евра во денарска противвредност.

Максималниот број на инвеститори во приватниот фонд е 20 инвеститори, а како што е случај и со останатите видови на инвестициони фондови кај нас, приватен фонд основа и со него управува друштво за управување со приватни фондови. Друштвото за управување со приватни фондови изготвува ревидирани годишни финансиски извештаи за секој приватен фонд со кој управува; должно да ги достави до вложувачите на приватниот фонд ревидираните годишни финансиски извештаи за секој фонд со кој управува во рок од три месеца од усвојување на завршната сметка на приватниот фонд и финансиските извештаи се изготвуваат во согласност со меѓународните сметководствени стандарди.

Една од најзначајните предности на ваквиот тип на инвестициони фондови е дека за нив не е потребно претходно одобрение за основање од Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија, како и дека се предмет на минимална регулација од страна на КХВ. Оваа придобивка им овозможува на портфолио менаџерите на приватните фондови да вршат распределба на инвестициите и вложувањата во најразлични видови на финансиски инструменти како што се финансиски деривативи, да вршат short selling итн., што пак е недозволиво за пензиските и другите инвестициони фондови.

Кај нас, присутни се 12 приватни инвестициони фондови и тоа: Fisher Delta, Fisher Gama, Small Investment Fund, БАУАРТ Капитал Инвестментс Фонд, Еуро Еквити Инвест Фонд, Нова Инвестмент, Потенца Глобал Инвест, Приватен инвестициски фонд Финвест Прима, СЕЕ Инвест Фонд, Фишер ОМЕГА приватен инвестициски фонд и Фишер ТЕТА.

5.3.4 Институционална инфраструктура на пензискиот систем во Република Македонија

Институциите кои го сочинуваат реформируваниот пензиски систем во Р.Македонија се:

- **Министерство за труд и социјална политика**- надлежно за креирање и водење на политиката на пензиското и инвалидското осигурување и вршење надзор во спроведувањето на законитоста на ова осигурување.

- **Друштво за управување со пензиски фондови** – акционерско друштво основано од финансиски институции со голем капитал и искуство, чија единствена дејност е управување со средствата на пензиските фондови.
- **Агенција за супервизија на капитално финансирано пензиско осигурување (МАПАС)** – регулаторно и супервизиско тело кое ги штити интересите на членовите на пензиските фондови и го поттикнува развојот на капитално финансираното пензиско осигурување, а за својата работа одговара пред Владата на Република Македонија.
- **Чувар на средствата на пензиските фондови** – безбедно ги чува средствата на пензискиот фонд издвоени од средствата на друштвата (чувар на имот е Народната Банка на Република Македонија).
- **Фонд на пензиското и инвалидското осигурување на Македонија (ПИОМ)** – врши централизирана наплата и распределба на придонесите и соодветните податоци за членовите во избраните пензиски фондови односно друштва.

Друштвото за управување со пензиски фондови има својство на акционерско друштво кое управува со пензиски фонд и се основа и работи согласно Законот за трговски друштва и Законот за задолжително капитално финансирано пензиско осигурување. Од есенцијално значење за сигурноста на членовите на пензиските фондови е овие друштва да бидат финансиски силни, сигурни и со добар менаџмент. Единствена дејност на друштвото е управување со пензиски фондови, нивно претставување пред трети лица и активностите кои директно произлегуваат од вршењето на работата на управување со пензиски фондови. Поради тоа, Друштвото не може да врши други дејности предвидени во националната класификација на дејности. За период од десет години, сметано од датумот кога ќе започне уплатата на придонесот во задолжително капиално финансирано пензиско осигурување Друштвото може да основа и да управува само со еден пензиски фонд. Средствата на Друштвото за управување со пензиски фондови кои се сметаат како акционерски капитал не смеат да бидат уплатени во стоки, туку само во пари. Истиот не смее да потекнува од заеми и кредити и не

може да биде оптоварен на било кој начин со цел зголемување на финансиската сила на Друштвото.

5.3.5 Пензиските фондови во Република Македонија

Во Република Македонија пензискиот фонд претставува всушност отворен инвестиционен фонд, што се основа и работи согласно со Законот за инвестициони фондови доколку со Законот за задолжително капитално финансирано пензиско осигурување поинаку не е уредено. Пензискиот фонд е основан и управуван од страна на Друштвото за управување со пензиски фондови кое го претставува и застапува пензискиот фонд пред трети лица. Пензискиот фонд го сочинуваат средствата од придонесите на членовите на тој фонд и приносите од инвестираните придонеси. Сопственици на пензискиот фонд се неговите членови, а нивни поединечни сопственички права се определени од износот на средствата на нивните сметки.

Средствата на пензискиот фонд се целосно одвоени од средствата на друштвото кое управува со тој фонд. Оваа сеграгација на средствата е од исклучителна важност со цел да се постигне висок степен на сигурност на средствата. Средствата на пензискиот фонд не можат да бидат предмет на побарувања, ниту врз тие средства може да биде спроведено извршување од страна на доверителите на друштвото или во нивно име. Овие мерки се неопходни со цел да се обезбеди сигурност н членовите на пензиските фондови.

Пензискиот фонд има статут, на кој согласност дава Агенцијата за супервизија на капитално финансирано пензиско осигурување (МАПАС). Статутот на пензискиот фонд треба да содржи информации за основните принципи за инвестирање, начинот на пресметување на брокерските провизии и надоместоци на друштвото, начинот на водење на книговодството на пензискиот фонд, начин на информирање на членовите на пензискиот фонд и други податоци кои се од важност за пензискиот фонд.

Во Република Македонија како приватни пензиски фондови кои функционираат се КБ прво пензиско друштво и НЛБ Тутунска банка- нов пензиски

фонд. Тие се строго регулирани од Агенцијата за капитално финансирано пензиско осигурување – МАПАС.

5.3.5.1 Инвестирање на средствата на пензиските фондови во Република Македонија

Друштвото за управување со пензиски фондови е должно да управува со средствата на пензискиот фонд и не смее да ја пренесува одговорноста за тоа на други лица. Како исклучок од ова, Друштвото може управувањето со средствата на пензискиот фонд во странство да го довери на менаџер или на менаџери на средства со седиште во странство, доколку истите имаат законско овластување за тоа согласно законите на матичната држава.

Средствата на пензиските фондови се инвестираат согласно со Законот за задолжително капитално финансирано пензиско осигурување со цел остварување на највисок принос единствено во полза на членовите на пензискиот фонд, врз основа на неколку принципи, и тоа:

- ❖ Сигурност на средствата на пензискиот фонд
- ❖ Диверзификација на ризикот од инвестициите
- ❖ Одржување на адекватна ликвидност

Инвестирање извршено поради некои други цели претставува повреда на обврските на друштвото. Заради остварување на горните принципи неопходно е да се обезбеди ограничување за тоа каде можат да се инвестираат средствата. Со оглед на тоа, средствата на пензискиот фонд можат да се инвестираат само во следните видови инструменти:

- Банкарски депозити во банки кои имаат дозвола издадена од Народната Банка на Република Македонија, со предуслов истите да носат камата;
- Обврзници и други хартии од вредност што ги издала или за кои гарантира Народната банка на Република Македонија;
- Обврзници и други хартии од вредност што ги издава или за кои гарантира Република Македонија;

- Хартии од вредност врз основа на хипотека издадени од банки кои имаат дозвола издадена од Народната банка на Република Македонија;
- Сертификати за депозит, комерцијални записи и обврзници издадени или гарантирани од банки кои имаат дозвола издадена од Народната банка на Република Македонија;
- Обврзници издадени врз основа на одобрение од Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија, од домашни акционерски друштва кои не се банки и кои котираат на официјалниот пазар на Македонската берза за хартии од вредност или на друг организиран пазар на хартии од вредност кој го контролира Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија;
- Акции издадени врз основа на одобрение од Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија, од домашни акционерски друштва кои не се затворени инвестициони фондови и кои котираат на официјалниот пазар на Македонската берза за хартии од вредност или на друг организиран пазар на хартии од вредност кој го контролира Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија;
- Документи за удел и акции на инвестициони фондови во Република Македонија кои работат врз основа на Законот за инвестициони фондови;
- Комерцијални записи издадени од првокласни акционерски друштва во Република Македонија кои не се банки;
- Должнички хартии од вредност кои имаат рејтинг препорачлив за инвестирање според меѓународни кредитни рејтинг агенции, издадени од недржавни, странски компании или банки од државите членки на Европската Унија, Јапонија или Соединетите Американски Држави;

- Обврзници и други хартии од вредност издадени од странски влади и централни банки на државите членки на Европската Унија, Јапонија или Соединетите Американски Држави;
- Документи за удел, акции и други хартии од вредност издадени од овластени инвестициони фондови со седиште во држава – членка на ЕУ, Јапонија или САД што инвестирале претежно во акции кои котираат на берзите во тие држави;
- Акции издадени од странски компании или банки кој имаат рејтинг препорачлив за инвестирање според меѓународни кредитни рејтинг агенции, со кои се тргува на главните берзи во државите – членки на ЕУ, Јапонија или САД;
- Друг вид на вложување согласно со актите на Агенцијата, по претходно мислење на Комисијата за хартии од вредност.

Исто така, овие вложувања на пензиските фондови во одделни видови инструменти подлежат на неколку ограничувања:

Инвестиции во странство (ЕУ, Јапонија или САД)	До 20%
Хартии од вредност гарантирани од Р.М или НБРМ	До 80%
Банкарски депозити, сертификати за депозит, комерцијални записи, обврзници, хартии од вредност врз основа на хипотека од дом. банки	До 60%
Обврзници и комерцијални записи од дом.акционерски друштва, освен банки	До 40%
Акции од дом.акционерски друштва	До 30%
Документи за удел и акции на македонски инвестициони фондови	До 20%

Со цел избегнување на концентрација на инвестирањето во определен издавач или инструмент, Агенцијата ги пропишува највисоките износи на вложувања во една компанија, односно трговско друштво или во еден инструмент, во кои можат да се инвестираат средствата на еден пензиски фонд, по претходно

мислење на Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија. Исто така, Агенцијата го пропишува и највисокиот износ на некој вид инструмент во кој можат да бидат вложени средствата на пензискиот фонд, по претходно мислење на Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија.

Постојат и инструменти во кои средствата на пензиските фондови не смеат да бидат инвестирани, и тоа:

- Инструменти со кои не може правно да се располага;
- Акции, обврзници и други хартии од вредност кои не котираат на официјален пазар или со кои јавно не се тргува;
- Недвижен имот и било каков удел во недвижен имот освен хартии од вредност издадени врз основа на хипотека и посредно вложување преку инвестициони фондови;
- Материјални добра кои ретко котираат на организирани пазари и чија процена е несигурна, како на пример антиквитети, уметнички дела и моторни возила;
- Фјучерс договори, опциски договори, форвард договори и други деривативни инструменти;
- Акции, обврзници и други хартии од вредност издадени од :
 - Акционер на друштвото
 - Чувар на имот на пензискиот фонд
 - Поврзани лица со наведените субјекти
- Други инструменти одредени од Агенцијата по претходно мислење од Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија, во кои вложувањето би било спротивно на интересите на членовите на пензиските фондови.

Тргувањето со хартии од вредност на пензиските фондови се врши исклучиво на регулирани секундарни пазари на капитал, освен во случај на државни хартии од вредност и краткорочни хартии од вредност кои можат да се стекнат непосредно од издавачот, како и документи за удел и акции на инвестициони фондови кои можат да се стекнат непосредно од отворен или затворен инвестиционен фонд или од друштвата кои управуваат со нив. Во прилог следува структурата на инвестициите

на двата задолжителни пензиски фондови во Република Македонија (НЛБ Нов Пензиски Фонд и КБ Прво Пензиско Друштво) за 2008 и 2009 година.

Табела 5.21 Структура на инвестициите на имотот на задолжителните пензиски фондови во Р.Македонија на 31.12.2008, и 31.12.2009 г (во милиони денари)

Вид имот	НЛБ				КБП			
	31.12.2008		31.12.2009		31.12.2008		31.12.2009	
	Вредност (во мил. МКД)	Процент	Вредност (во мил. МКД)	Процент	Вредност (во мил. МКД)	Процент	Вредност(во мил. МКД)	Процент
Акции од странски издавачи	24,05	1,06%	99,84	2,49%	61,29	2,21%	0	0,00%
Обврзници од странски издавачи	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Инвестициони фондови од странски издавачи	2,44	0,11%	14,75	0,37%	18,96	0,68%	14,05	0,30%
Краткорочни хартии од странски издавачи	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Акции од домашни издавачи	176,39	7,79%	217,67	5,44%	179,05	6,45%	200,9	4,24%
Обврзници од домашни издавачи	1.097,94	48,52%	2.400,55	59,94%	1.126,91	40,62%	2.624,27	55,35%
Инвестициони фондови од домашни издавачи	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Краткорочни хартии од домашни издавачи	54,05	2,39%	0	0,00%	135,23	4,88%	0	0,00%
Вкупно вложувања во хартии од вредност	1.354,87	59,87%	2.732,81	68,24%	1.521,45	54,85%	2.839,22	59,89%
Депозити	873,95	38,62%	1.256,77	31,38%	1.236,45	44,57%	1.811,28	38,20%
Парични средства	10,3	0,46%	1,26	0,03%	15,88	0,57%	66,59	1,40%
Побарувања	23,93	1,06%	13,84	0,35%	0,17	0,01%	23,96	0,51%
Вкупно средства	2.263,05	100,00%	4.004,68	100,00%	2.773,95	100,00%	4.741,05	100,00%
Вкупно обврски	30,14	1,33%	2,88	0,07%	2,38	0,09%	3,79	0,08%
Нето средства	2.232,91	98,67%	4.001,80	99,93%	2.771,57	99,91%	4.737,26	99,92%

Извор: Годишен статистички извештај МАПАС, 2009 година, стр.7.

5.3.5.1.1 Портфолио менаџментот на пензиските фондови во Р.Македонија

Анализирајќи ги пензиските фондови во Р.Македонија (КБ Прв Отворен Задолжителен Пензиски Фонд и НЛБ Нов Пензиски Фонд) односно нивните инвестициони политики координирани со ризиците и приносите од инвестирање, добивме значајни податоци за портфолио менаџментот кај овој вид на институционални инвеститори во Р.Македонија.

- Инвестициона стратегија на КБ прв отворен задолжителен пензиски фонд

1. Вовед

Фондовите се составени од средства од уплатени пензиски придонеси уплатени од неговите членови и приносот на инвестираните придонеси. Процесот на инвестирање (конкретно на КБ Прв отворен задолжителен пензиски фонд) е поделен во 4 одделни чекори кои го претставуваат “Top down” пристапот. Процесот на инвестирање содржи два документи, Инвестициона стратегија и Инвестициона тактика, што заедно ја чинат Инвестиционата политика на КБ Прв отворен задолжителен пензиски фонд – Скопје. Инвестиционата политика е структурирана за да дозволи доволна флексибилност за непропуштање на можностите за инвестирање, но воедно дава параметри кои обезбедуваат претпазливост и грижливост во извршувањето на инвестиционите цели и ограничувања. Документот за Инвестициона стратегија содржи поглавја со следната содржина:

- Очекувања на макроекономските движења,
- Инвестициони цели
- Историски принос
- Инвестициони ограничувања,
- Инвестиционен ризик,
- Структура на портфолио
- Стратегија на класификација на инструментите,
- Инвестициони критериуми,
- Обврски
- Шема на процесот на инвестирање.

Овој документ ги претставува главните цели и долгорочната основа на процесот на инвестирање на КБ Прв отворен задолжителен пензиски фонд. Инвестиционата стратегија се подготвува за период од 5 години и се ревидира најмалку еднаш во период од 3 години. Управниот одбор ќе ја разгледа усогласеноста на инвестиционите активности со Инвестиционата стратегија еднаш во период од 6 месеци или во пократки периоди ако пазарните услови го наложуваат тоа.

Инвестиционата тактика пак од друга страна за управување со средствата е подготвувана еднаш годишно во согласност со процесот за инвестирање и 5 годишната Инвестициона стратегија со можност за ревизија на 6 месеци. Со Инвестиционата тактика се обезбедува:

- тактичка алокација на средствата на Фондот,
- прецизни насоки за инвестирање на средствата на Фондот,
- симулации за перформансите на Фондот по поединечни класи на средства за периодот на инвестирање,
- резултати и претпоставки на инвестиционите насоки,
- одредување на целниот принос.

Инвестициони цели

Средствата на Фондовите се инвестираат на начин што обезбедува сигурност на средствата, диверзификација на ризикот од инвестирање и одржување на адекватна ликвидност. Инвестиционите стратегии на пензиските фондови се сведуваат на три главни цели:

- да обезбеди долгорочен раст на средствата при соодветно ниво на ризик,
- постигнување на долгорочни супериорни приноси

Инвестициони ограничувања

Средствата на Пензиските фондови се инвестирани во согласност со Законот и Правилникот за инвестирање на средствата на задолжителниот пензиските фондови каде се поставени регулативите за највисокиот износ на ивестиции во

дозволен инструмент, издавач или пазар, како и средствата во кои не е дозволено инвестирање.

Средствата на пензиските фондови се инвестираат во согласност со следните лимити:

Табела 5.22 Лимити по тип на инструмент % од вредноста на портфолиото на КБ Прв Отворен Задолжителен Пензиски Фонд

Тип на инструмент	Лимит
Депозити во Р.Македонија	60 %
Обврзници и други хартии од вредност издадени или гарантирани од Р.Македонија	80 %
Обврзници или други хартии од вредност издадени или гарантирани од НБРМ	80 %
Сертификати за депозит, комерцијални записи, обврзници и хипотекарни хартии од вредност, издадени или гарантирани од банки во Р.Македонија	60 %
Акции на Р.Македонија	30 %
Обврзници и комерцијални записи издадени од акционерски друштва во Р.Македонија	40 %
Удели и акции во инвестициони фондови во Р.Македонија	5 %
Обврзници или други хартии од вредност издадени или гарантирани од странски влади и централни банки во ЕУ и ОЕЦД	30%
Обврзници и комерцијални записи издадени од акционерски друштва во ЕУ и ОЕЦД	5%
Акции, удели и/или акции во инвестициони фондови во ЕУ и ОЕЦД	20%
Вкупна изложеност во странство	30%
Недвижности е забрането	0%
Алтернативни инвестиции (хеџ фондови, приватни инвестициони фондови, недвижности, добра, драгоцени метали, здружен капитал итн) се забранети	0%
Структурираните производи не се регулирани, и како такви не се дозволени	0%

Структура на портфолиото

Табела 5.23 Структура на портфолиото по инструменти на КБ Прв Отворен Задолжителен Пензиски Фонд заклучно со 31.12.2010 година

Инструмент	Вредност во МКД	Структура во %
Обврзници	3.940.706.000	58,43%
Депозити	2.093.537.000	31,04%
Парични средства	12,159	0,18%
Акции	211.147.000	3,13%
Акции и удели во инвестициски фондови	486.557.000	7,21%
Останати средства	627.000	0,01%
Вкупно	6.744.733.000	100%

Извор: КБ Прв Отворен Задолжителен Пензиски Фонд – Финансиски извештај за 2010 година.

Вредност на нето средствата на задолжителниот пензиски фонд

Нето средства на КБ Прв Отворен Задолжителен Пензиски Фонд на 31.12.2010 изнесуваат 6.740.745.000 денари.

Последен принос на задолжителниот пензиски фонд објавен од Агенцијата

Приносот на КБ Прв Отворен Задолжителен Пензиски Фонд за периодот од 31.12.2007 до 31.12.2010 година, сведен на годишно ниво изнесува: **3,97 %¹⁰¹**.

¹⁰¹ Извор: МАПАС – Приноси на задолжителните пензиски фондови.

Напомена: Приносот на задолжителниот пензиски фонд е променлив и не значи дека приносите од изминатиот период ќе се остварат и во иднина. Приносот на индивидуалната сметка зависи од приносот на задолжителен пензиски фонд на осигуреникот и надоместоците наплатени од друштвото на осигуреникот.

Инвестициона стратегија согласно Упатството за содржината на документот за инвестициона стратегија на НЛБ Нов пензиски задолжителен фонд

Инвестиционата стратегија е основниот документ кој ја одредува политиката на вложувањето на средствата на Отворениот задолжителен пензиски фонд НЛБ Пензиски фонд (во натамошен текст ОЗПФ НЛБ Пензиски фонд) со кој управува НЛБ Нов пензиски фонд АД Скопје (во понатамошен текст Друштвото) и претставува план за инвестирање на средствата во различни видови финансиски инструменти со цел обезбедување на највисок принос на ОЗПФ НЛБ Пензиски фонд, земајќи ги предвид целите, толеранцијата на ризикот и инвестициониот хоризонт во интерес на членовите на пензискиот фонд.

Цели на инвестирањето

Основна цел на инвестирањето на средствата на НЛБ Пензиски фонд е долгорочно остварување принос над определениот репер (benchmark) за Фондот во целина и за групите инструменти кои се дел од портфолиото, со истовремено одржување на прифатлива стапка на ризик.

Стапката на инфлација во Република Македонија зголемена за еден процентен поен претставува примарен репер за остварен задоволителен принос од инвестирање на средствата што се акумулираат во НЛБ Пензиски фонд од уплатите на членовите кои пристапиле во задолжително капитално финансирано пензиско осигурување. Остварениот принос е единствено во корист на членовите на Фондот.

Друштвото утврдува целен (таргет) профил на ниска ризичност како дел од основните цели на инвестирањето на НЛБ Пензиски фонд. Друштвото во периоди на поволни состојби на пазарите може привремено да одржува и профил на средна ризичност, со строго почитување на лимитите за максимално дозволено вложување во определени видови на ризични инструменти – акции, утврдени понатаму во Стратегијата во делот за целната структура на портфолио на ОЗПФ НЛБ Пензиски фонд.

Ризичниот профил на Фондот го определува учеството на повисоко рангираната класа на инвестиции според својата ризичност – акции во вкупниот

имот на Фондот. Друштвото според Ризичниот профил диференцира три степени на ризичност:

- Минимална ризичност – во кој учеството на акциите во вкупниот имот на Фондот се движи во рангот од 0% до 10%
- Ниска ризичност – во кој учеството на акциите во вкупниот имот на Фондот се движи во рангот од 10% до 20%
- Средна ризичност – во кој учеството на акциите во вкупниот имот на Фондот се движи во рангот од 20% до 50%.

Основни принципи на инвестирањето

Имајќи го предвид карактерот на задолжителното капитално финансирано пензиско осигурување, кој се однесува на потребата за обезбедување соодветни примања за пензиските осигуреници, принципите при инвестирањето на средствата се: сигурност на средствата на пензискиот фонд, диверзификација на ризикот и одржување на адекватна ликвидност.

Структура на инвестициското портфолио на НЛБ Пензиски фонд

Фондот има единствено портфолио. Во неговата најсимплифицирана поделба портфолиото на Фондот го сочинуваат четири категории инструменти:

- Должнички инструменти (обврзници, записи);
- Банкарски депозити;
- Акции;
- Документи за удел и акции на инвестициони фондови.

Структурирањето на портфолиото на Фондот се реализира врз основа на Тор-Down пристапот кој воедно претставува основен пристап при инвестирањето дефиниран со Стратегијата, а истиот притоа обезбедува:

- Дефинирање на стратешка структура на алокација на портфолиото, преку одредување на таргети за одделните основни категории на инструменти, во однос на нивната географска и секторска алокација. Овој пристап

овозможува согледување и оптимално искористување на можностите кои ги нудат дозволените инструменти, дозволените пазари и избор на оптимална инвестициона алокација.

- Тактичка алокација на портфолиото во рамките на која се дефинира подетална структурата и се дефинираат дозволените отстапувања од утврдениот таргет за конкретната група на инструменти. Во рамките на микро алокацијата се прави избор и селекција на конкретни инструменти според основните критериуми од Политиката за избор и селекција на финансиски инструменти и алокација на средствата на задолжителниот и доброволниот пензиски фонд . При изборот на конкретниот инструмент, во зависност од тоа на која група инструменти припаѓа, се утврдуваат соодветни показатели за инструментот и издавачот кои се оценуваат и следат и кои претставуваат основен критериум за микро селекција на одреден инструмент.

Дефинирање на целна структура на портфолио на НЛБ Пензиски фонд

Целната структура на портфолиото се утврдува врз основа на оценка на перформансите на одделните делови на портфолиото. Целната (таргет) структура на портфолиото на Фондот е дефинирана со рангови во кои треба да се движи поединечен вид на инструмент зависно од општата поделба според вид и географска припадност.

Промените во структурата на портфолиото во распонот помеѓу најниското и највисокото учество ќе бидат под влијание на тековните состојби и можности на пазарот со цел, со активно управување да се постигне најсоодветна структура на портфолиото во однос на оценетиот принос и прифатливиот ризик по одделни категории на инструменти.

Целната структура на портфолиото на НЛБ Пензиски фонд по одделни категории на инструменти е презентирана во следната табела:

Табела 5.24 Целна структура на портфолиото на НЛБ пензиски фонд

Категорија на инструмент	Целно учество во структурата на имотот на Фондот	Максимално дозволено отстапување +/- во процентни поени
Должнички инструменти – вкупно	50 %	20%
Должнички инструменти – корпоративни	5%	5%
Банкарски депозити	30%	20%
Акции – домашни издавачи	7,5%	5%
Акции – странски издавачи	7,5%	5%
Акции или удели во инвестициони фондови во Република Македонија	0%	0%
Акции или удели во инвестициони фондови (држави членки на ЕУ и земји членки на ОЕЦД)	5%	5%

Структура на портфолио на ОЗПФ НЛБ Пензиски фонд според секторската алокација:

- Заради фактот што на домашниот пазар не постои значајна секторска дисперзија на должничките инструменти (главен емитент е државата) не се утврдуваат лимити за секторско алоцирање на должничките инструменти.
- Најмалку 5 индустриски сектори, за кои Друштвото ќе оцени дека во одреден период имаат најголем потенцијал за пораст може да зафатат најмногу 75% од акциското портфолио, при што ќе се почитува органичување од максимум 25% алокација во еден сектор. При

утврдување на секторската припадност ќе се користи GICS стандардот утврден од Standard & Poors.

Заради специфичностите на пазарот на должнички инструменти во Република Македонија, кој се карактеризира со многу мал број на обврзници и многу мал обем на тргување на секундарниот пазар, успешноста во достигнувањето на целното учество ќе зависи од појавата на нови емисии и зголемувањето на интересот на компаниите и банките за емисија на корпоративни обврзници. Недостатокот на должнички инструменти ќе се компензира со вложувања во депозити во банкарскиот сектор, под исти или поповолни услови. Друштвото ги утврдува и ја следи усогласеноста и во однос на следните **самоограничувања** во процесот на управување со инвестициите на НЛБ Пензискиот фонд:

- Изложеност во поединечна хартија од вредност – акција на домашна компанија од максимум 1,5% од вкупниот имот на Фондот.
- Изложеност во поединечна хартија од вредност – акција на компанија во странство од максимум 0,5% од вкупниот имот на Фондот.
- Изложеност во поединечна хартија од вредност – обврзница издадена од домашни или странски приватни издавачи до максимални 4% од вкупниот имот на Фондот.

Одборот за инвестиции го констатира секое пречекорување на самоограничувањата и одлучува во кои рокови е потребно да се изврши усогласување.

Табела 5.25 Структура на портфолиото по инструменти на НЛБ Отворен Задолжителен Пензиски Фонд заклучно со 31.12.2010 година

Инструмент	Вредност во МКД	Структура во %
Обврзници	3.112.457.883	54,56%
Депозити	1.836.787.545	32,20%
Парични средства	19.430.006	0,34%
Акции	453.172.509	7,94%
Акции и удели во инвестициони фондови	250.605.203	4,39%
Краткорочни ХОВ	29.808.260	0,52%
Останати средства	2.348.771	0,05%
Вкупно	5.704.610.177	100,00%

Извор: НЛБ Отворен Пензиски задолжителен фонд – Финансиски извештај за 2010 година.

Вредност на нето средствата на задолжителниот пензиски фонд

Нето средствата на НЛБ Отворен Задолжителен Пензиски Фонд на 31.12.2010 изнесуваат 5.700.885.000 денари.

Последен принос на задолжителниот пензиски фонд објавен од Агенцијата

Приносот на НЛБ Отворен Задолжителен Пензиски Фонд за периодот од 31.12.2007 до 31.12.2010 година, сведен на годишно ниво изнесува: **2,67 %¹⁰²**.

5.3.5.1.2 Споредба на приносите на пензиските со инвестициските (отворени) фондови во Република Македонија

Доколку ги споредиме пензиските фондови (задолжителните) во нашата држава со инвестиционите (од отворен тип), забележуваме дека приносите кои ги постигнуваат пензиските фондови се далеку пониски на годишно ниво за разлика од приносите на инвестиционите фондови. Тоа пред се, се должи на

¹⁰² Извор: МАПАС – Приноси на задолжителните пензиски фондови

Напомена: Приносот на задолжителниот пензиски фонд е променлив и не значи дека приносите од изминатиот период ќе се остварат и во иднина. Приносот на индивидуалната сметка зависи од приносот на задолжителен пензиски фонд на осигуреникот и надоместоците наплатени од друштвото на осигуреникот.

ограничувањата во вложување што Агенцијата за супервизија на капиталното финансирано пензиско осигурување го наметнува на пензиските фондови согласно Законот за задолжително капитално финансирано пензиско осигурување¹⁰³. Приносите на пензиските и инвестиционите фондови во Република Македонија се прикажани подолу¹⁰⁴. (Види табела 5.27)

Табела 5.26 Приносите на пензиските и инвестиционите фондови во Република Македонија

<u>Отворени инвестициони фондови</u>	Принос 2007	Принос 2008	Принос 2009	Принос 2010
Илирика ЈИЕ	-	-	16,71%	2,98%
Илирика ГРП	-	-	26,90%	13,09%
КД БРИК	-	-	39,24%	13,59%
КД Нова ЕУ	-	-	32,97%	-1,64%
Иново Статус	1,48%	-68,08%	23,02%	-16,33%
КБ Публикум - Балансиран	-	-	2,58%	-0,43%
<u>Задолжителни пензиски фондови</u>				
НЛБ Нов пензиски фонд	7,48%	0,05%	3,33%	2,67%
КБ Прво пензиско друштво	7,38%	2,32%	4,32%	3,97%

¹⁰³ “Службен весник на Република Македонија” бр.29/2002 од 07.05.2002

¹⁰⁴ Приносите се земени од годишните финансиски извештаи на секој од инвестициските и пензиските фондови за периодот од нивно основање до 31.12.2010 година.

**5.3.5.1.3 Споредба на видовите хартии од вредност кои се вложуваат
(според начинот на чување односно тргување) од страна на
инвестициските и пензиските фондови (2007-2009)**

	31.12.2007			31.12.2008			31.12.2009		
	Финанс.сред. кои се чуваат за тргување - % од вкупните вложувања во ХОВ	Финан.сред. - расположливи за продажба -% од вкупните вложувања во ХОВ	Финанс.сред. кои се чуваат до достасување -% од вкупните вложувања во ХОВ	Финанс.сред. кои се чуваат за тргување - % од вкупните вложувања во ХОВ	Финан.сред. - расположливи за продажба -% од вкупните вложувања во ХОВ	Финанс.сред. кои се чуваат до достасување - % од вкупните вложувања во ХОВ	Финанс.сред. кои се чуваат за тргување - % од вкупните вложувања во ХОВ	Финан.сред. - расположливи за продажба -% од вкупните вложувања во ХОВ	Финанс.сред. кои се чуваат до достасување -% од вкупните вложувања во ХОВ
<u>Отворени инвестициони фондови</u>									
Илирика ЈИЕ	100%	0,00%	0,00%	90,44%	0,00%	9,56%	99,44%	0,00%	0,56%
Илирика ГРП	100%	0,00%	0,00%	91,92%	0,00%	8,08%	82,75%	0,00%	17,25%
КД БРИК	-	-	-	0,00%	0,00%	100%	77,35%	0,00%	22,65%
КД Нова ЕУ	-	-	-	0,00%	0,00%	100%	100%	0,00%	0,00%
Иново Статус	100%	0,00%	0,00%	100%	0,00%	0,00%	100%	0,00%	0,00%
КБ Публикум	-	-	-	-	-	-	60,20%	0,00%	39,80%
<u>Задолжителни пензиски фондови</u>									
НЛБ Нов пензиски фонд	25,32%	0,00%	74,68%	10,62%	0,00%	89,38	9,14%	59,36%	31,50%
КБ Прво пензиско друштво	42,11%	0,00%	57,89%	27,34%	0,00%	72,66%	11,56%	49,49%	38,95%

Извор: Годишни финансиски извештаи на секој од инвестициските и пензиските фондови во Р.Македонија (2007-2009)

5.3.6 Банките во Р.Македонија и нивните портфолија

Кога ги анализираме банките во Република Македонија и како тие управуваат со своето портфолио, односно дали воопшто тргуваат на пазарот на капитал, дојдовме до сознание дека тие се повеќе инвестираат во обврзници и нивното портфолио се повеќе е составено од овој тип на од хартии од вредност. Имено, во предвид беа земени две банки што припаѓаат на групата големи банки¹⁰⁵, две банки кои припаѓаат на групата средни банки и две банки кои припаѓаат на групата мали банки. Притоа, податоците беа црпени од соодветниот сектор кој се занимава со оваа проблематика, но беа направени и средби со раководните лица на овие сектори во кои беа потврдени резултатите од документите кој што беа дадени на увид.

Анализирајќи ги банките како претставници на институционалните инвеститори, дојдовме до сознание дека во Република Македонија, портфолијата на банките се во голема мера конзервативни и насочени воглавно во инвестиции во безризични хартии од вредност со фиксен доход (обврзници за денационализација, обврзници од старо девизно штедење, државни записи и благајнички записи). Пред се, овој факт се должи на глобалната економска криза во последните две години што го опфати светот, но и високите камати на државните и благајничките записи кои едноставно ги привлекоа банките да ги пласираат своите слободни парични средства без превземање на ризик, а од друга страна монетарната и фискалната политика на државата беше насочена кон привлекување пари од домашниот банкарски сектор, а не позајмувања од надвор (на пример меѓународниот монетарен фонд и светската банка). Ова беше исклучително повољна ситуација за банките да ги насочат своите инвестиции во сигурни хартии од вредност притоа не преземајќи никаков степен на ризик.

Позитивно беше сознанието поврзано со портфолио менаџментот на банките во Република Македонија кое говори дека поголемиот дел од банките имаат развиено и донесено политики односно стратегии за инвестирање во хартии од

¹⁰⁵ Согласно класификацијата од страна на НБРМ

вредност. Во склоп на овие политики и стратегии се зацртани лимитите на инвестирање во однос на активата на банката; хартиите од вредност во кои има потенцијална можност да се инвестира; ризиците кои би се превземале при инвестирањето односно т.н stop loss limits (односно прифатлива граница при паѓањето на пазарната вредност на хартиите од вредност во кои е инвестирано; можноста за поддржување на IPO (иницијални јавни понуди на хартии од вредност); целите и правилата на инвестирање; мерење на ризиците при инвестирање преку користење на симулации (стрес тестирања-различни сценарија со различни веројатности), употребата на хартиите од вредност на портфолиото на банката за обезбедување на ликвидни средства (кога ќе настанат неочекувани повлекувања на депозити или зголемени кредитни барања), итн.

5.3.6.1 Заеднички карактеристики втемелени во политиките односно стратегиите за инвестирање во хартии од вредност на банките во Р.Македонија

Цели на политиките односно стратегиите за инвестирање во ХОВ- Главната цел на политиките односно стратегиите за инвестирање во хартии од вредност е воспоставување на правила за управување со инвестициското портфолио на Банките заради остварување на максимална добивка, почитувајќи ги притоа основните принципи на банкарското работење, сигурност на инвестираните средства, регулирање и одржување на ликвидноста на Банките и профитабилност, односно остварување на добивка, обезбедување хартии од вредност кои можат да бидат искористени како залог, диверзификација на ризиците и регулирање на изложеноста на Банките на каматниот ризик. Политиките односно стратегиите за инвестирање во хартии од вредност обеабедуваат сигурност на инвестираните средства – одржување на вредноста на капиталот на банките. Се претпочита инвестирање во нискоризични хартии од вредност: хартии од вредност издадени од државата или хартии од вредност издадени од државни институции и корпоративни издавачи со висок кредитен рејтинг.

Банките инвестираат во хартии од вредност од кои може да очекува релативно сигурна добивка. Остварувањето на добивката се реализира преку

вложување во хартии од вредност од кои може да очекува сигурна исплата на дивиденда или камата доколку истите се чуваат (хартии од вредност издадени од: котирани друштва, Државата и Народна банка на Република Македонија). Банките исто така инвестираат и во хартии од вредност од кои очекуваат да остварат капитална добивка како позитивна разлика меѓу цената по која ја купиле и цената по која ќе ја продадат. Поседувањето на хартии од вредност кои можат да се искористат како залог е исто така цел на банките при нивната одлука за инвестирање. Во своето портфолио Банките користат и хартии од вредност кои имаат висока ликвидност што обезбедува ефикасно управување со каматниот и валутниот ризик, во смисла на брзо трансформирање на хартиите од вредност од еден во друг вид заради преместување на ризиците. Оваа цел се постигнува преку реализација на купопродажни трансакции на хартии од вредност со кои се прилагодува вкупната актива на Банката во насока на посакуваната каматна, валутна и рочна структура на активата на Банката во целост.

Правила на инвестирање на банките

Анализирајќи ги банките кои беа предмет на анализа во оваа дисертација се дојде до сознание дека тие подлежат на ограничување во делот на инвестирањето во хартии од вредност од страна на Народната Банка на Република Македонија. Во анализата беа користени соодветни политики и процедури за инвестирање во хартии од вредност, каде јасно беа забележани овие ограничувања. Исто така, беше заклучено дека регулативата на НБРМ во однос на постоечките ризици кај банките во голем дел ја опфаќа и политиката за инвестирање во хартии од вредност, односно директно влијае врз структурата на вложувањата на банките. Имено:

- Банките инвестираат (некои само имаат предвидено во своите политики и стратегии за инвестирање) неограничено во хартии од вредност издадени од Државата и Народна банка на Република Македонија и во зависност од ликвидносните потреби ги класифицира како хартии од вредност кои се чуваат до достасување, односно хартии од вредност за тргување;
- Банките настојуваат да вршат основачки вложувања само во финансиски институции поврзани со обавувањето на нивните дејности и истите ги класифицираат како расположливи за продажба;

- Банките инвестираат во котираните хартии од вредност издадени од домашни финансиски и нефинансиски институции наменети за тргување каде што на краток рок цената дека има потенцијал за остварување на капитална добивка.
- Банките инвестираат во хартии од вредност вклучени во Листата на хартии од вредност кои можат да се користат како колатерал за добивање кредити од Народна Банка на Република Македонија.
- Банките инвестираат во хартии од вредност од странски издавачи согласно законската регулатива која што се однесува на определување на видот и хартиите од вредност кои овластените банки можат да ги купуваат и продаваат во странство;
- Банките инвестираат во хартии од вредност издадени од локалните власти од Република Македонија;

При определување на максималната изложеност кон поединечен субјект, Банките ги почитуваат следните законски лимити:

- Капиталните делови на Банките во нефинансиски институции, како и имотот на Банките во земјиште, згради и опрема не смее да надминат 60% од сопствените средства на Банките;
- Агрегатниот износ на капиталните делови во нефинансиски институции не смее да надмине 30% од сопствените средства на Банките;
- Поединечниот капитален дел на Банките во нефинансиски институции не смее да надмине 15% од сопствените средства на Банките;
- Банките не смеат да остваруваат контрола во нефинансиска институција (да поседуваат мнозински пакет на акции);
- Банките не стекнуваат капитални делови во поединечно друштво, доколку кредитната изложеност спрема друштвото надминува 10% од сопствените средства на Банката.

Ризици при инвестирање – Банките најголемо внимание посветуваат на следните ризици: пазарен ризик, кредитен ризик, ризик на ликвидност, оперативен ризик, ризик на порамнување, регулаторен ризик, правен ризик, даночен ризик и сметководствен ризик.

Во прилог следува Табела 5.28 во која се гледа процентуалното учество на банките во Република Македонија од вложување во хартии од вредност за изминатите години.

Табела 5.27 Вложување на банките од Р.Македонија во хартии од вредност

Во милиони денари	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
Пласмани во ХОВ	22.414	18.805	30.208
Вк. актива	223.659	250.704	268.543
Вложувања како % од вкупната актива на банките	10,2%	7,5%	11,25%

Извор: Народна Банка на Република Македонија, Годишен извештај за 2007,2008,2009 година

Банките во Република Македонија, сè уште многу малку вложуваат во хартии од вредност како што се акциите и обврзниците. Тие сè повеќе вложуваат во благајнички записи издадени од Народната Банка на Република Македонија и државни записи од Министерството за финансии, сметајќи ги како безризични хартии од вредност со релативно поволна камата¹⁰⁶.

Како што се забележува од табелата погоре, вложувањата на банките во хартии од вредност како процент од вкупната актива, изнесуваат околу 10% во изминатите три години, што е навистина премалку за овие претставници на институционалните инвеститори. Ограничувањата за банките од страна на НБРМ, во ниеден дел не ги оневозможуваат да инвестираат во хартии од вредност, како што се акциите или обврзниците, но банките гледајќи ги последните случувања во светот и глобалната економска криза што беше присутна насекаде, сепак тешко се одлучуваат да превземат по “ризични” активности како што е инвестирањето во акции на домашниот и странските пазари на капитал. Од друга страна, непостоењето на други финансиски инструменти на пазарот на капитал во Македонија, како што се на пример општинските обврзници или корпоративните

¹⁰⁶ Извор: Годишни извештаи на комерцијалните банки во Република Македонија

обврзници на акционерските друштва¹⁰⁷, кои што се многу популарни во Словенија, Хрватска и Бугарија и во кои тамошните институционални инвеститори меѓу кои, а пред сè, банките инвестираат големи делови од своите сопствени средства.

Исто така, непостоењето на IPO (јавни понуди на хартии од вредност) од страна на “добрите” компании во државата, претставува уште еден пример за неразвиеноста на македонскиот пазар на капитал, но и неможноста на институционалните инвеститори да ги насочуваат своите слободни финансиски средства кон други инвестиции или финансиски инструменти. Затоа тие, сè повеќе, се одлучуваат за една “пасивна” и претпазлива стратегија на инвестирање, претставена преку вложувања во безризични хартии од вредност како што се благајничките записи, кои гледано наназад 3 години имаа релативно високи каматни стапки¹⁰⁸ и во голем дел им одговараа во целост на банките да нивните инвестиции бидат насочени токму во овие финансиски инструменти.

5.3.7 Осигурителните компании во Република Македонија и нивните портфолија

Во Република Македонија, согласно Законот за супервизија во осигурувањето, друштво за осигурување е акционерско друштво со седиште во Република Македонија кое има дозвола од Агенцијата за супервизија на осигурување за вршење работи на осигурување. Осигурителниот пазар во Р.Македонија го сочинуваат 12 друштва за осигурување. Едно од друштвата за осигурување извршува работи на осигурување на живот, а останатите вршат работи на осигурување во групата на неживотно осигурување. Со донесувањето на Законот за изменување и дополнување на Законот за супервизија во осигурување во 2007 година, за прв пат подетално се регулира и работењето на осигурителните застапници, како лиценцирани субјекти на пазарот на осигурување во Р.М кои вршат работи на застапување во осигурување во име и за сметка на друштвата за

¹⁰⁷ Досега постојат само две издадени корпоративни обврзници, каде што како издавачи се јавуваат две комерцијални банки во државата.

¹⁰⁸ Извор: НБРМ - Архива на одржани аукции на благајнички записи.

осигурување. Со тоа се очекува и понатамошно приближување на осигурителните производи до потенцијалните осигуреници и развој на пазарот на осигурување, но и подобрување на финансиската дисциплина и солвентноста кај осигурителните компании.

Според податоците на друштвата за осигурување за третиот квартал од 2008 година вкупниот акционерски капитал на друштвата за осигурување изнесува околу 2,326 милиони денари. Капиталот на друштвата за осигурување на живот е 228 милиони денари. Од аспект на сопственичката структура на друштвата за осигурување доминираат странски правни лица со 76,23% додека државниот капитал учествува со 5,3%. Во 11 друштва за осигурување доминантен е странскиот капитал, а 6 друштва се во целосна сопственост на странски правни лица. Бруто полисираната премија во рамки на групата на неживотно осигурување, во периодот 01.01.2008 – 30.09.2008 година изнесува 4,481 милиони денари и во споредба со истиот период минатата година бележи пораст од 5%.

5.3.7.1 Портфолијата на осигурителните компании во Р.Македонија

Следејќи го примерот на банките, осигурителните компании во Република Македонија прикажуваат исто така еден пасивен, конзервативен пристап кон вложувањето на своите средства и градењето на своето инвестиционо портфолио. Во разговорите односно интервјуата со одговорните лица на осигурителните компании (Кроациа Осигурување - Живот АД Скопје, Вардар Осигурување АД Скопје) задолжени за план и структурирање на инвестициите, се дојде до сознание дека тие во голема мера се ограничени во своите вложувања согласно Законот за супервизија во осигурувањето, но и покрај тоа, сепак не се одлучуваат за поризични пласмани во инструменти или хартии од вредност кои носат повисок принос, туку целта на менаџментот во првите неколку години од основањето е што повеќе да се придобијат нови клиенти, односно осигуреници. Значи, фокусот на осигурителните компании во Македонија е насочен кон тоа да се освојува и онака малиот пазар во нашата држава, а подоцна се разбира и по притисок на конкуренцијата во овој сектор, да се нудат што подобри услови за своите клиенти кои дополнително ќе значат придобивање на нови клиенти. Подобрите услови во

однос на конкуренцијата секако дека се градат со нови инвестиции, нови вложувања, но сепак она што е мошне битно за менаџментот е постојаните средства (основачкиот капитал) да не се доведе во опасност и своите инвестиции да носат што повисок принос што би овозможувало градење на една конкурентна полиса за осигурување на долг рок.

Сепак, како што беше спомнато и претходно, осигурителните компании во Република Македонија следат еден пасивен пристап кон вложувањето на своите инвестиции, односно своите средства ги вложуваат во депозити кај банките или пак купуваат државни обврзници за денационализација издадени од Министерството за финансии на Република Македонија кои секако претставуваат безризични инвестиции¹⁰⁹. Во прилог на осигурителните компании им одеше зголемувањето на каматите на депозитите што го нудеа банките кај нас, во услови на глобална економска криза и потреба за свежа готовина. Тргувајќи од овој факт, осигурителните компании не размислуваа за вложување во други инструменти, посебно кога се работи за каматни стапки во висина од околу 9% (2008 и 2009 година) на годишно и полугодишно ниво во реномирани банки (во Македонија) со висок кредитен рејтинг на нивните странски доминантни сопственици.

Од друга страна вложувањето во државните обврзници за денационализација (девет емисии) беше исто така предизвик за осигурителните компании каде што не постоеше ризик на инвестициите (загарантирани државни обврзници), а приносот од околу 7% на годишно ниво (во зависност по која дисконтна цена се купени) беше подобар и од очекуваниот. Следејќи ја оваа претпазлива стратегија која сепак обезбедуваше солидни приноси од вложување а речиси без никаков превземаан ризик, осигурителните компании полека но сигурно го освојуваат македонскиот пазар, и се повеќе се подготвуваат да ги насочат своите инвестиции и во други хартии од вредност (акции) кои се потценети во овој момент и со тоа ќе придонесат за дополнително развивање на македонскиот пазар на капитал и негово развивање.

¹⁰⁹ Извор: Годишен извештај на Агенцијата за супервизија во осигурувањето во Македонија 2009,2010

Анализирајќи го годишниот извештај на Агенцијата за супервизија во осигурувањето во Македонија¹¹⁰, забележуваме дека: вредноста на активата на друштвата за осигурување на 31.12.2009 година изнесува 12.202 милиони денари и е поголема за 282,2 милиони денари или 2,37% во однос на вкупната актива кај осигурителните друштва во 2008 година, со што продолжува позитивниот тренд на пораст присутен претходната година (Види Табела 5.28).

Од вкупната актива, дури 53,77% се однесуваат на побарувања, 24,06% на вложувања, 10,24% на материјални средства и 8,99% на останати средства. Останатите ставки на активата (нематеријални средства и платени трошоци од идните периоди и недостасана наплата на приходи) претставуваат 2,95% од вкупната актива.

Табела 5.28 Структура на активата на друштвата за осигурување (МКД)

	31.12.2008	Учество	31.12.2009	Учество	Индекс 2009/2008
Материјални средства	108.133.179	0,91%	76.934.503	0,63%	71,15
Вложувања во ХОВ	1.310.461.082	10,99%	1.249.182.822	10,24%	95,32
Вложувања за сметка и ризик на сопственикот на полисата за осигурување на живот	2.185.995.673	18,34%	2.935.389.038	24,06%	134,28
Побарувања	6.646.981.203	55,76%	6.561.321.123	53,77%	98,71
Останати средства	1.419.671.605	11,91%	1.096.971.795	8,99%	77,27
Платени трошоци од идните периоди и недостасана наплата на приходи	249.186.343	2,09%	282.908.302	2,32%	113,53
ВКУПНО АКТИВА	11.920.429.085	100,00%	12.202.707.583	100,00%	102,37

¹¹⁰ Која е формирана и отпочна со работа во 2009 година.

И покрај тоа што доминатниот дел на вкупната актива во осигурителниот сектор ја сочинува активата на друштвата за неживотно осигурување, сепак, и понатаму продолжува трендот на зголемување на учеството на активата на друштвата за осигурување на живот, која во 2009 година изнесува 8,27% (7,57% во 2008 година) од вкупната актива на друштвата за осигурување.

Покрај зголеменото релативно учество на вложувањата во вкупната актива и апсолутниот раст, се забележуваат промени во структурата на вложувањата. Како резултат на корекциите на цените на акциите на пазарот на капитал под изразеното влијание на светската финансиска криза, намалено е вложувањето во сопственички инструменти, на сметка на должнички инструменти на пазарот на капитал и традиционалните банкарски производи¹¹¹.

Вложувањата во акции изнесуваат 201,4 милиони денари и истите се намалени за 55,15% во однос на состојбата од 449,1 милиони денари во 2008 год. Вложувањата во должнички инструменти изнесуваат 663,6 милиони и бележат пораст од 233,2% во однос на состојбата од 199,1 во 2008 година, додека, пак, депозитите изнесуваат 1.396 милиони и имаат зголемување од 38,7% во однос на состојбата од 1.007 милиони денари во 2008 година¹¹².

Табела 5.29 Структура на вложувањата на осигурителните компании во Република Македонија 2008-2009 година.

Вложувања на осигурителните компании во Р.Македонија (мил.денари)	2008	2009
Акции	449,1	201,4
Како % од вкупната актива	3,77%	1,65%
Обврзници	199,1	663,6
Како % од вкупната актива	1,67%	5,44%
Депозити во банки	1.007	1.396
Како % од вкупната актива	8,44%	11,44%

Извор: Агенција за супервизија во осигурувањето-Годишен извештај за состојбата и движењата на осигурителниот пазар во Република Македонија во 2009 година

¹¹¹ Агенција за супервизија во осигурувањето-Годишен извештај за состојбата и движењата на осигурителниот пазар во Република Македонија во 2009 година, стр. 15

¹¹² Исто

5.4 Портфолио менаџментот во функција на институционалните инвеститори во Република Македонија

Институционалните инвеститори во Република Македонија се релативно “млади играчи” на пазарот на капитал во нашата земја. Банките, беа први претставници на институционалните инвеститори кои во голем дел придонесоа за дополнителен развој на македонскиот пазар на капитал. Тие беа првите основачи односно членки на Македонската берза за хартии од вредност и Централниот Депозитар за хартии од вредност. Инвестициските фондови се појавија од неодамна, бидејќи законската регулатива не беше во голем дел усогласена со регулативата која го регулира овој домен во Европската Унија, но и од високите износи кои беа потребни за основање на инвестициски фонд, односно друштво за управување со инвестициски фондови. Сепак, со измените на Законот за инвестициони фондови во 2007 година, се појавија и првите инвестициски фондови во Република Македонија, кои за жал се појавија во период на отпочнување на глобалната финансиска криза, во период кога имаше драстичен пад на цените на акциите на светските берзи, па така овој момент допринесе за побавно заживување на инвестициските фондови кај нас.

Пензиските фондови пак се појавија нешто порано од инвестициските, согласно со Законот за задолжително капитално финансирано пензиско осигурување од 2002 година. Поради ограничувањата во вложување кои се наметнуваат на пензиските фондови од регулаторниот орган, приносите на годишно ниво се многу пониски од приносите на инвестициските, меѓутоа сепак се работи за загарантиран износ на пензија која им се става на располагање на осигурениците по нивното пензионирање, така што инвестирањето треба да биде во голем дел “сигурно” проследено со безризични средства (хартии од вредност) кои даваат понизок принос од инвестирање.

Осигурителните компании во голем дел, како и останатите претставници на институционални инвеститори присутни во нашата држава, доаѓаат од Словенија, Хрватска и Бугарија, каде што долго време дејствуваат во оваа област. Со тоа се овозможува пренос на искуствата што овие компании ги имаат во текот на нивното долгогодишно функционирање.

Доколку ги анализираме приносите на институционалните инвеститори во Република Македонија, како што беше кажано претходно, поголемиот дел од инвестициските фондови (отворените) и покрај финансиската криза, остваруваат значителен износ од датумот на нивното основање до денес. Сепак, има помал број фондови кои што остварија и негативен принос, односно загуби од инвестирањето. Структурата на инвестициите е различна кај секој од отворените инвестициски фондови присутни кај нас, но општ заклучок е дека преовладуваат акциите како хартии од вредност кои завземаат најголем дел од портфолиото на фондовите, кои се поврзани со повисока очекувана стапка на принос. Потоа следуваат обврзниците и депозитите во банки, а сосема мал дел од портфолиото е наменет за инвестиции во недвижности или останати алтернативни инвестиции. Таргетот на земјите (државите) каде што преферираат овие фондови да ги пласираат своите средства се пред се брзо растечките пазари во светот моментално (Бразил, Индија, Русија, Кина) но и земјите од опкружувањето и поранешна Југославија.

Приватните инвестициски фондови пак, исто така остваруваа добри резултати од инвестирање, но сепак и кај нив се почувствува претпазливоста која ја наметнаа во делот на структурата на инвестициите. Исто така, поголем број од овој тип на инвестициски фондови остварија позитивни резултати, но имаше и неколку случаи на затворање на фондовите од страна на нивните сопственици. Од друга страна, приватните фондови немаат ограничувања во делот на начинот на избор на нивните инвестиции од страна на регулаторен орган, така што одговорноста за нивните инвестиции ја носат самите инвеститори кои превземаат одреден степен на ризик во размена за одреден степен на принос. Високите приноси пак, во повеќето случаи се поврзани со поголем превземен ризик и обратно, понизок принос е проследен со понизок степен на превземен ризик.

Пензиските фондови, како што беше кажано и погоре, остваруваат пониски приноси за разлика од инвестициските, а тоа се должи на стрикните ограничувања во делот на инвестирањето кои ги наметнува Агенцијата за капитално финансирано пензиско осигурување. Притоа, структурата на вложување кај овој тип на институционални инвеститори ја сочинуваат должничките хартии од вредност (обврзниците), кои се сметаат за безризични хартии од вредност и депозитите во банките. На трето место следат акциите (само оние акции кои што котираат на

официјалните пазари на капитал) кои сочинуваат релативно мал процент од портфолиото на пензиските фондови согласно законската регулатива. Пензиските фондови најголем дел од своите инвестиции го остваруваат во Република Македонија (обврзници за денационализација издадени од Министерството за финансии) и депозити во домашните банки со висок кредитен меѓународен рејтинг, но одреден дел од своето портфолио го сочинуваат и странски банки каде што се чуваат паричните средства како депозити.

Банките во Македонија од друга страна следат еден поконзервативен пристап на инвестирање. Нивното портфолио се состои воглавно од благајнички записи издадени од Народната Банка на Република Македонија и државни записи издадени од Министерство за финансии на Република Македонија. Гледано процентуално, пласманите во хартии од вредност (пред сè благајнички и државни записи) во однос на вкупната актива на банките изнесуваат 10,2% во 2007 година, 7,5% во 2008 година и 11,25% во 2009 година¹¹³. Поаѓајќи од тоа дека тие се повеќе ориентирани кон кредити и депозити, но и од фактот наречен глобална финансиска криза која во добар дел се почувствува и во нашата земја, банките сеуште не се одлучуваат за инвестирање во акции кои би донеле во иднина повисоки стапки на принос. Високиот процент на задолжителната резерва што беше наметнат на банките од страна на НБРМ од почетокот на кризата, беше дополнителен проблем кој и тоа како влијаеше и врз профитабилноста на овие институционални инвеститори.

Осигурителните компании присутни кај нас исто како и пензиските фондови следат една поконзервативна стратегија на инвестирање на своите средства. Тие исто така имаат ограничувања во делот на вложувањето од страна на новоформираната Агенција за супервизија во Осигурувањето, така што, изборот на инвестиции паѓа на депозити кај домашните банки кои спаѓаат во групата на големи банки и обврзниците загарантирани од Министерството за финансии на Република Македонија. Приносите што ги остваруваат овие институционални инвеститори се ниски, но затоа сигурни¹¹⁴.

¹¹³ Извор: Народна Банка на Република Македонија – статистички податоци, 2009 година.

¹¹⁴ Инвестициите се насочени кон безризични хартии од вредност.

Иако ново формирани и релативно млади на пазарот на капитал во нашата држава, институционалните инвеститори се очекува допрва да се развиваат кај нас и да допринесат за дополнителен развој на домашниот пазар на капитал, како и нудење на нови услуги за нашите граѓани.

5.5 Компарација на портфолио менаџментот на институционалните инвеститори од Хрватска и Словенија со портфолио менаџментот на македонските институционални инвеститори

Доколку се споредат институционалните инвеститори на Хрватска и Словенија со македонските, се забележува дека тие се чекор понапред во однос на искуството, законската регулатива, но и традицијата. Од друга страна пак, во изминатите 3 години, во значителна мерка се смени законската регулатива во делот на инвестиционите фондови пред се во Република Македонија и со тоа се овозможи формирање на инвестициони фондови и согласно Законот, друштва за управување со инвестициони фондови и на тој начин се приближивме на искуствата од Хрватска и Словенија но и на останатите западно европски држави. Кон ова се додава и фактот што голем дел на институционални инвеститори токму од Хрватска и Словенија се наметнаа како лидери на македонскиот пазар во однос на нудењето на услуги во делот на осигурување, инвестирање во инвестициони и пензиски фондови, банкарство и сл. и со тоа ги приближија своите искуства кон македонските граѓани. Во продолжение, авторот ќе даде осврт на заедничките карактеристики но и различностите на секој од претставниците на институционалните инвеститори од Хрватска и Словенија со оние од Македонија, давајќи посебен акцент на структурирањето на нивните инвестиции што всушност е предмет на интерес во овој труд.

а) Инвестициони фондови - Инвестиционите фондови во Хрватска и Словенија, како што беше анализирано во претходната глава се многубројни и повеќе години присутни на хрватскиот и словенечкиот пазар на капитал. Поголемиот број од нив се основани од странски инвеститори со долгогодишно искуство во работењето во оваа дејност (Австрија, Германија, Италија итн.), но не е занемарлив и бројот на инвестициони фондови со домашен капитал како што е

случајот со инвестиционите фондови на ХПБ-Инвест и КД инвестиционите фондови. За разлика од Словенија и Хрватска, бројот на отворените инвестициони фондови во Република Македонија е многу мал (заклучно со 31.12.2010 постојат 8 отворени инвестициони фондови), додека пак тој број изнесува 131 во Хрватска и 164 во Словенија исто така заклучно со 2010 година. (Види Табела 5.30)

Табела 5.30 Број на инвестициони фондови (отворен и затворен тип) во Македонија, Словенија, Хрватска 2007- 2010 година

Инвестициони фондови (отворен тип)	2007	2008	2009	2010
Словенија	116	137	162	164
Хрватска	100	126	130	131
Македонија	3	7	8	8

Инвестициони фондови (затворен тип)	2007	2008	2009	2010
Словенија	7	4	4	3
Хрватска	9	11	10	8
Македонија	0	0	0	0

Извор: Комисија за хартии од вредност на Македонија, Хрватска и Словенија.

Притоа, отворените инвестициони фондови во нашата држава доаѓаат токму од Хрватска и Словенија¹¹⁵, додека отсутнуваат домашни инвеститори кои што ќе се јават како основачи на инвестиционите фондови односно на друштвата за управување со инвестициони фондови. Исто така, непостоењето на инвестициони фондови од Германија, Австрија и други западноевропски држави со долгогодишно искуство во оваа дејност го прави се уште неконкурентен македонскиот пазар во областа на работењето со инвестициони фондови. Покрај слабата застапеност на

¹¹⁵ Исклучок е отворениот инвестициски фонд Иново статус акции каде како основач се јавува инвеститор од Република Бугарија

отворените инвестициони фондови во нашата држава, инвестициони фондови од затворен тип се уште не постојат во Македонија додека бројот на затворени инвестициони фондови во Хрватска и Словенија изнесува околу 10 во секоја земја поединечно. Непостоењето на затворени фондови значи и отсуство на еден важен елемент во работата на пазарот на капитал во земјата, поаѓајќи од тоа дека акциите на затворените фондови би се тргувале на Македонската берза. Што се однесува до портфолиото на инвестиционите фондови во Словенија и Хрватска, битно е да се спомене фактот дека постојат разни видови на инвестициони фондови како на пример акциски, обврзнички, парични и сл., кои се специјализирани за тргување само со акции, обврзници, парични средства на пазарот на пари, додека тоа се уште не е случај во нашата држава. Потоа, провизиите во голем дел се пониски во овие држави (годишна провизија за управување на портфолиото, влезна, излезна), а тоа се должи секако на големата конкуренција и големиот број на инвестициони фондови во овие држави, што се уште не е случај со Република Македонија.

Исто така, согледана е уште една заедничка карактеристика во стратегијата на инвестиционите фондови во овие две држави, а тоа е дека се поголем акцент се става на индустриските и државите кои произведуваат, преработуваат, дистрибуираат енергија односно инвестиции во акциите на овие компании се се почесто приоритет на овие инвестициони фондови. Во Република Македонија од друга страна, како што беше споменато, не постојат типични инвестициони фондови специјализирани за инвестирање во акции, обврзници или други финансиски инструменти, но сепак постојат поделени инвестициони фондови регионално проектирани за инвестирање во одреден број на држави (Југоисточна Европа, Индија и Кина, и сл.) што секако е нов момент и нова можност за граѓаните да ги инвестираат своите слободни парични средства токму во фондовите кои се задолжени за инвестиции во овие конкретни држави.

На крај, кога станува збор за инвестиционите фондови во Македонија, битно е да се каже дека тој стадиум на запознавање на граѓаните со оваа нова финансиска активност е започнат и продолжува да се развива забрзано. Сепак, имајќи го во предвид фактот дека инвестиционите фондови постојат само неколку години во нашата земја, споредба во однос на вложувањето на граѓаните во инвестициони фондови во Македонија би била несоодветна да се направи со хрватските и

словенските искуства во оваа област. Она што може да се забележи, се позитивните приноси од вложување што ги остваруваат некои од македонските инвестициони фондови на годишно ниво, што во голема мера се и повисоки од приносите на хрватските и словенечките инвестициони фондови. (Види Табела 5.31)

Табела 5.31 Приноси на инвестиционите фондови (отворен тип) во Р.Македонија, Р.Хрватска и Р.Словенија за 2009 и 2010 година.

<u>Инвестициони фондови</u> (отворен тип)	Принос 2009	Принос 2010
<u>Македонија</u>		
Илирика ЈИЕ	16,71%	2,98%
Илирика ГРП	26,90%	13,09%
КД БРИК	39,24%	13,59%
КД Нова ЕУ	32,97%	-1,64%
Иново Статус	-18,05%	-
КБ Публикум	2,58%	-
<u>Хрватска</u>		
Ерсте Бонд	1,86%	8,84%
КД Први избор	2,51%	12,84%
КД Балансиран	11,90%	1,45%
Рајфајзен Кеш	9,53%	3,90%
<u>Словенија</u>		
Триглав Бонд	5,7%	0,2%
Триглав Европа	20,2%	5,1%
КД Растко акциски	22,1%	15,2%
Рајфајзен Глобал Микс	14,3%	15,8%

Извор: Годишни извештаи на друштвата за управување со фондови за споменатите инвестициони фондови во табелата (Македонија, Хрватска и Словенија).

Напомена: Бидејќи бројот на отворените инвестициски фондови во Хрватска и Словенија е голем, земен е по еден претставник од акциски, обврзнички, мешовит и паричен фонд во овие држави.

б) Пензиски фондови - За разлика од инвестиционите фондови, пензиските фондови се во голем дел конзервативни во начинот на инвестирање, а тоа е случај и со Хрватска, Словенија и Македонија. Нивните портфолија, согласно строгата законска регулатива и ограничувањата се состојат воглавно од безризични инструменти како што се државните и благајничките записи, државните обврзници и сл., додека многу мал процентуален дел од портфолиото завземаат акциите. Покрај овие два сегменти, портфолијата на пензиските фондови се составени и од инвестиции во недвижности и кредити. Секако тука спаѓа и инвестирањето во депозити кај домашни и странски банки што, по безризичните инструменти, го сочинуваат второто место како процентуално најголемо вложување на (задолжителните) пензиските фондови во Македонија, додека во Хрватска и Словенија депозитите следат веднаш по обврзниците и акциите. (Види Табела 5.32).

Табела 5.32 Структура на вложувањето на задолжителните пензиски фондови во Р.Македонија, Р.Словенија и Р.Хрватска 2008 - 2009 година

Структура на вложување на пензиските фондови - <i>Македонија</i>	NLB Нов Пензиски Фонд		КБ Прво Пензиско Друштво	
	2008	2009	2008	2009
Акции	8,85%	7,93%	8,66%	4,24%
Обврзници	48,52%	59,94%	40,62%	55,35%
Депозити во Банки	38,62%	31,38%	44,57%	38,20%
Краткорочни хартии од домашни издавачи	2,39%	/	4,88%	/
Останато	1,62%	0,75%	1,27%	2,21%

Структура на вложување на пензиските фондови - <i>Хрватска</i>	АЗ Фонд		Ерсте Плави		Рајфајзен ОМФ	ПБЗ Крoатиа Осигурање		
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Акции	11,53%	13,96%	16,58%	16,87%	13,21%	21,36%	15,80%	17,59%
Обврзници	80,05%	67,44%	72,03%	57,98%	82,93%	58,17%	69,06%	55,64%
Депозити во Банки	1,81%	3,65%	2,77%	4,23%	1,74%	3,21%	7,12%	3,23%
Удели во инвестициски фондови	3,05%	4,33%	7,82%	16,84%	1,81%	5,63%	5,72%	7,76%
Останато	3,56%	10,62%	0,80%	4,08	0,31%	11,63%	2,30%	15,78%

Структура на вложување на пензиските фондови - <i>Словенија</i>	Капитална Дружба СОДПЗ		Капитална Дружба ЗВПСЈУ	
	2008	2009	2008	2009
Акции	5,00%	3,80%	5,60%	1,60%
Обврзници	66,30%	66,20%	60,20%	63,60%
Депозити во Банки	18,90%	16,90%	24,40%	28,30%
Удели во инвестициски фондови	5,50%	11,10%	6,00%	4,70%
Останато	4,30%	2,00%	3,80%	1,80%

Извор: Ханфа-агенција за супервизија на финансиските услуги во Р.Хрватска, МАПАС – Р.Македонија, Словенечка Агенција за супервизија на финансиските услуги.
Информативни Проспекти на секој од пензиските фондови по година.

За разлика од Македонија, во Хрватска и Словенија постојат доброволни отворени и затворени пензиски фондови и нивниот број се повеќе се зголемува. Задолжителните пензиски фондови се пак двојно побројни во овие држави, за разлика од Македонија. Сепак, со отпочнувањето на “третиот столб” во областа на осигурувањето, во нашата држава се очекуваат нови видови на пензиски фондови и нивно дополнително афирмирање во нашата држава.

Табела 5.33 Број на задолжителни и доброволни пензиски фондови во Р.Словенија, Р.Хрватска и Р.Македонија

	Словенија	Хрватска	Македонија
Број на задолжителни пензиски фондови	4	4	2
Број на доброволни пензиски фондови (отворени и затворени)	10	21	1

Извор: Државен Завод за статистика на Република Словенија-Статистички податоци за пензиските фондови: http://www.stat.si/eng/novica_prikazi.aspx?id=3830. Ханфа-агенција за супервизија на финансиските услуги во Р.Хрватска, МАПАС.

Кога се споредуваат приносите, пак, пензиските фондови во Република Македонија (задолжителните) се далеку повисоки во периодот 2007-2009 година за разлика од оние на задолжителните пензиски фондови во Република Словенија и Република Хрватска (Види Табела 5.34).

Табела 5.34 Приносите на (задолжителните) пензиски фондови во Македонија Словенија и Хрватска 2007-2009 година.

Македонија			
Принос по години	2007	2008	2009
НЛБ Нов пензиски фонд	7,48%	0,05%	3,33%
КБ Прво пензиско друштво	7,38%	2,32%	4,32%
Словенија			
Капиталска Дружба	3,16%	-9,4%	8,57%
Хрватска			
АЗ Задолжителен пензиски фонд	6,38%	-9,06%	7,83%
Ерсте Плави Задолжителен пензиски фонд	6,05%	-14,4%	10,6%
ПБЗ Крoатиа Осигурање Задолжителен пензиски фонд	7,66%	-17,4%	8,64%
Рајфајзен Задолжителен пензиски фонд	6,9%	-13%	9,17%

Извор: Основни податоци за работењето на задолжителните пензиски фондови во Р.Хрватска <http://hgk.biznet.hr/hgk/tekst.php?a=b&page=tekst&id=410>
Годишни извештаи (2007-2009) на друштвото за управување со задолжителни пензиски фондови
Капитална Дружба во Р.Словенија
http://www.en.kapitalskadruzba.si/files/782/Annual_%20Report_2007.pdf

в) Банки - Кога се споредуваат банките во Словенија и Хрватска и нивното портфолио со портфолиото на банките во Македонија се доаѓа до истиот заклучок како и кај пензиските фондови кај овие држави. Имено, банките како претставници на институционалните инвеститори своите ликвидни средства ги пласираат во безризичните инструменти (краткорочни и долгорочни) загарантирани од страна на државата. Тука спаѓаат државните записи кои најчесто се издаваат од страна на министерството за финансии а за кои гарантира државата, потоа благјачките записи кои ги издава Централната банка, повеќето емисии на државни обврзници за денационализација и заробени штедни влогови и сл. Депозитите во други банки се составен дел и од портфолиото на банките кај овие три балкански држави. Сепак, иако не постојат законски ограничувања за инвестирања во акции (се разбира постојат утврдени лимити на ликвидност, изложеност и сл.кои банките се обврзани да ги почитуваат на дневна, неделна и месечна основа) банкарите ретко донесуваат одлука да инвестираат во акции и покрај големите приноси што го овозможува овој начин на инвестирање. Доколку се споредува процентот на вложување на банките во хартии од вредност (во однос на нивната актива) од Хрватска и Словенија со македонските банки, нивниот сооднос е 25% наспроти 10% соодветно.

Табела 5.35 Вложување на банките од Р.Македонија, Р.Хрватска и Р.Словенија во хартии од вредност

Вложувања како % од вкупната актива на банките	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
Македонија	10,20 %	7,50 %	11,25 %
Словенија	25,16 %	26,18 %	29,46 %
Хрватска	21,24 %	25,38 %	22,66 %

Извор: Народна Банка на Република Македонија, Република Словенија и Република Хрватска Годишни извештаи за 2007,2008, и 2009 година.

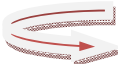
г) Осигурителни компании - Осигурителните компании во Република Македонија и Хрватска и нивните портфолија следат стратегија на претпазливо инвестирање или пасивна стратегија, вклучувајќи ги пред сè безризичните инструменти и депозитите во други банки. Поаѓајќи од падот на светките берзи ширум светот предизвикан од глобалната светска финансиска криза, се помал е бројот на портфолио менаџери кои ќе се одлучат да инвестираат во акции на компании ширум светот и притоа носејќи го со себе големиот ризик на тој начин од неизвесноста и фазата на опоравување што моментално владее на овие пазари на капитал. Единствено, охрабрувачки и помалку зачудувачки храбар е пристапот на словенечките портфолио менаџери на осигурителните компании во Словенија каде што според статистичките податоци, сепак 20% од портфолијата се инвестиции во акции како хартии од вредност и го завземаат второто место на скалата на инвестиции (Види Табела 5.36). Сепак овој факт (процент) не е незанемарлив и јасно се укажува на избегнување на пасивната стратегија и можност за поголеми приноси од инвестирањето што секако компаниите би го добиле со инвестирање во акции.

Табела 5.36 Структура на вложувањето на осигурителните компании од Р.Македонија, Р.Хрватска и Р.Словенија 2006-2009

(во %)	2006	2007	2008	2009
Словенија				
Државни хартии од вредност	43,4	34,6	38,1	37,1
Недвижности	0,1	0,1	0,3	0,3
Кредити	0,4	0,3	0,5	1,7
Обврзници	28,3	30,8	32,3	16,7
Акции	22,5	28,8	21,3	36,7
Депозити во банки	4,7	4,6	6,4	6
Останато	0,6	0,8	1,1	1,5
ВКУПНО	100	100	100	100
Хрватска				
Државни хартии од вредност, акции, обврзници	65,7	65,5	68,4	72,9
Недвижности	5,1	2,5	2	1,5
Удели во инвестициони фондови	8,3	8,9	3,9	4,5
Депозити во банки	15,6	18	20,2	14,8
Останато	5,3	5,1	5,5	6,3
ВКУПНО	100	100	100	100
Македонија				
(во %)				
Акции			20,54	6,86
Обврзници			17,01	33,96
Недвижности			0,04	0,02
Кредити			0,1	0,09
Депозити во банки			47,48	48,53
Останато			14,83	10,54
ВКУПНО			100	100

Извор: Агенција за супервизија во осигурувањето-Годишен извештај за состојбата и движењата на осигурителниот пазар во Република Македонија во 2009 година;
 Словенечка Агенција за Супервизија во Осигурувањето-Годишни извештаи 2006-2009 година;
 Агенцијата за надзор на финансиските услуги на Хрватска- Годишни извештаи 2006-2009 година.
 Напомена: Не постојат официјални податоци за структурата на вложувањето на македонските осигурителни компании за 2006 и 2007 година од Агенцијата за Супервизија во осигурувањето на Р.Македонија.

ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА

 Портфолио менаџментот претставува управување со инвестициите во хартии од вредност, кое се јавува во различни форми, прилагодено за индивидуалните и институционалните инвеститори. Инвеститорот не е заинтересиран за ризикот и приносот на еден финансиски инструмент, туку за перформансот на портфолиото кое го сочинуваат повеќе финансиски инструменти, бидејќи тој обично вложува во портфолио т.е збир од финансиски инструменти од најразлични видови и карактеристики. Конструирањето на портфолио од финансиски инструменти го менува начинот на изразување на зависноста од ризикот и приносот. Приносот на еден финансиски инструмент е компензиран со ризикот на целокупното портфолио и не изразува веќе само изолиран ризик. Со составувањето на портфолиото, се постигнува диверзификација на вложувањето, која што води кон намалување на вкупниот ризикот од вложувањата. Портфолиото на институционалните инвеститори воглавно се состои од хартии од вредност (акции, обврзници, финансиски деривати). Акциите претставуваат инвестициони средства кои носат најголем принос но вклучуваат и најголем ризик од вложување истовремено. Обврзниците обезбедуваат понизок принос од акциите, но затоа ја имаат улогата на стабилизатори во портфолиото, бидејќи степенот на ризик е многу понизок за разлика од акциите и на тој начин се овозможува диверзификација на портфолиото од страна на портфолио менаџерите, односно се намалува севкупниот превземен ризик за сметка на очекуваниот принос на портфолиото. Од друга страна, финансиските деривати често се употребуваат за хеџирање или заштита на портфолиото во случај на драстичен пад на цените на акциите и за одржување на пазарната вредност на севкупното портфолио.

Инвестирањето од страна на индивидуалните, но пред сè, на институционалните инвеститори не секогаш подразбира купопродажба на акции и обврзници. Алтернативните инвестиции во облик на инвестирање во недвижности, благородни метали, поседување готовина итн., а во склоп со нивниот потенцијал да додаваат вредност преку активен менаџмент, историски гледано, се покажале како

одличен диверзификатор, но и добар зајакнувач на приходите во случај кога носат константен принос кој не зависи од падовите на пазарите на капитал.

При селекцијата на акциите во портфолиото, се користат два основни пристапи: фундаментална и техничка анализа. Фундаменталната анализа на една компанија опфаќа детално анализирање на финансиските извештаи, менаџирањето на компанијата, нејзините компаративни предности и анализа на конкурентите и пазарот. Техничката анализа, од друга страна, го поддржува мислењето дека сите податоци за компанијата се веќе рефлектирани во нејзината цена. Техничката анализа не се интересира за вредноста на акцијата. Предвидувањата за цената се направени исклучиво од историски движења на цената како и волуменот на тргувањето со една хартија од вредност, берзански индекс и сл. И покрај многубројните критики кои се упатуваат на сметка на техничката анализа, во праксата техничките аналитичари преку користење на соодветни техники и показатели успеваат да остварат натпросечни приноси. Оттука произлегува и фактот дека потребите за имплементација на овие две техники се мошне битни во процесот на изборот на хартии од вредност и градењето на инвестициското портфолио на индивидуалните и институционалните инвеститори.

Портфолио теоријата на Марковиц, кој воедно е добитник на нобеловата награда со овој проект, претставуваше огромен бум во областа на финансиите и инвестициите во втората половина на минатиот век. Основниот концепт кои стои зад модерната портфолио теорија е дека средствата во едно инвестициско портфолио не можат да се избераат индивидуално, секое врз основа на сопствените карактеристики. Исто така, промената на цената на секое од инвестициските средства влијае врз промената на цената на други инвестициски средства. Како што вели Марковиц, “инвестирањето е еден вид на трговија помеѓу ризикот и приносот”. За дадено ниво на ризик, модерната портфолио теорија не учи како да се избере портфолио со највисок можен принос, или за зададена вредност на принос, како да се избере портфолио со најнизок можен ризик. Теоријата за ефикасен пазар од друга страна, се базира на претпоставката дека на пазарот на капитал, а поради брзото прилагодување на цената на новите информации, тековната цена на акцијата целосно ги рефлектира расположливите информации. Хипотезата за ефикасен пазар има импликации како за инвеститорите така и за

самите компании и нивната цена на акциите. Во случај кога цената ги инкорпорира во себе сите расположливи информации, инвеститорите можат да очекуваат да остварат само нормална стапка на принос. Тоа резултира оттаму што цената на акцијата веќе се има адаптирано пред инвеститорите да превземат каков и да било потег. Односно, тековната цена на акцијата треба да му ја овозможи на инвеститорот онаа стапка на принос која што е конзистентна на ризикот инволвиран во акцијата.

Процесот на портфолио менаџмент ја опфаќа процедурата низ која се поминува при формирањето на портфолиото на инвеститорот. Процесот на портфолио менаџмент вклучува пет чекори, и тоа: поставување на инвестициона политика, анализа на хартиите од вредност, конструирање на портфолиото, ревизија на портфолиото и евалуација на перформансите на портфолиото. Елементите или главните фактори на портфолио менаџментот кај институционалните инвеститори се: целите поврзани со ризикот, целите поврзани со приносот, потребите за ликвидност, временскиот хоризонт, законските и регулаторните фактори и даночните обврски.

Структурата на вложувањето кај секој од претставниците на институционалните инвеститори е различна. Некои од нив (инвестиционите фондови) вложуваат во ризични хартии од вредност како што се акциите со цел да во остварат поголем принос и во исто време поголем приход. За разлика од нив, пензиските фондови се под строга контрола од страна на надлежните институции кои го контролираат нивното работење и се во голем дел ограничени во вложувањата, со цел да се намали ризикот и да се заштитат придонесите на осигурениците кои по нивното пензионирање очекуваат сигурна исплата на своите вложени средства во вид на пензии.

Структурата на вложувањата на *инвестиционите фондови* во регионот, пред сè, во Хрватска, Словенија и Македонија покажува дека тие сè повеќе инвестираат во акции и настојуваат да обезбедат поголеми приноси на вложените средства. Така, “акциските” фондови во регионот се најпосакувани од страна на индивидуалните инвеститори бидејќи во нивниот проспект и статут јасно се гледа кои се целите односно намерите на вложување на фондовите, а тоа подразбира ризични инвестиции со висока стапка на принос. Обврзничките и балансираните

инвестициони фондови во извесна мера се избегнуваат од страна на индивидуалните инвеститори, со оглед на тоа дека тие (историски гледано) носат исти или малку повисоки приноси од каматите на депозитите во банките, што не претставува доволен поттик за овој тип на инвеститори да ги вложат своите средства тука иако тие претставуваат еден вид “посигурна” инвестиција. Во некои случаи, институционалните инвеститори се јавуваат како основачи на инвестициони фондови кои вложуваат дел од своите средства токму во своите “ќерки” фирми. Статистички гледано, најголемите и најбројните инвестициски фондови (акциските) во Хрватска, Словенија и Македонија, во периодот од 2008-2010 година, најголемиот дел од своето портфолио го насочуваат кон акции од странски издавачи (околу 50%), следат депозитите во банките, кои завземаат околу 20-30% од портфолиото, акциите од домашни издавачи (околу 10%) и обврзниците (државните, оптинските) со процентуално учество кое се движи од 5-10% од портфолиото на инвестиционите фондови. Што се однесува до структурата по индустрии каде што овие инвестициони фондови одлучуваат да вложуваат, тоа се пред сè индустриите во развој (енергија, технологија, финансии, суровини). Инвестиционите фондови од регионот инвестираат во брзо растечки економии (тука спаѓаат, пред сè, земјите од латинска Америка и Азија-со посебен акцент на Бразил, Русија, Индија и Кина), каде што акциите на компаниите на овие држави остваруваат најголем раст, а со тоа и најголеми приноси односно приходи за инвестиционите фондови кои одлучуваат своите инвестиции да ги насочат токму овде. Покрај овие брзо растечки пазари, дел од инвестиционите фондови во Македонија, Хрватска и Словенија се токму основани за вложување во земјите од југоисточна Европа во кои гледаат значителен потенцијал за развој.

Структурата на вложувањата на *осигурителните компании* во регионот (Хрватска, Словенија) е во голем дел конзервативна и се состои од вложувања во државни хартии од вредност (државни и благајнички записи) и обврзници (државни обврзници, општински обврзници, корпоративни обврзници). Помал дел од инвестициите се насочени во депозити од банки и акции. Ова јасно укажува на примарната цел на осигурителните компании кои претендираат сигурност на своите инвестиции. Во Македонија, структурата на вложувањата на осигурителните компании е слична, со тоа што депозитите на банките се на прво

место во инвестиционото портфолиото, а потоа следат државните обврзници и акциите. Статистички гледано, во Хрватска и Словенија, најголем дел од портфолиото на осигурителните компании (околу 65%) завземаат токму државните хартии од вредност, потоа следат депозитите во банки кои сочинуваат околу 20% од портфолиото додека акциите, вложувањата во инвестициони фондови и недвижностите го дополнуваат преостанатиот дел од околу 15% од инвестиционото портфолио. Сепак, во последните 2 години (2009, 2010), словенечките осигурителни компании го зголемуваат процентот во вложувања во акции и тој бележи константен раст за овој период, што јасно укажува на подготвеноста на овие институционални инвеститори за превземање на поголем ризик со цел да се остварат поголеми приноси. Ситуацијата во Македонија е поразлична, односно осигурителните компании во нашата држава продолжуваат со “пасивното” инвестирање, така што, тргнувајќи од 2009 година па наваму, депозитите на банките се примарна цел на вложување со близу 50% од структурата на портфолиото. Потоа следат обврзниците со процент од околу 35% и акциите со процент од околу 7%. Вредно да се напомене е фактот што кај нас, во 2008 година, осигурителните компании, 20% од своето портфолио го насочуваа кон акциите, но со светската економска криза и падот на вредноста на акциите на домашниот и странските пазари на капитал, процентот од портфолиото за акции се намали на 7% веќе следната година, а остатокот од средства добиени со продажбата на акциите се префрли во вложување во обврзници како сигурен начин на вложување.

Структурата на вложување на *банките* во регионот, слично како што беше случај со осигурителните компании следи еден конзервативен пристап на инвестирање, а тоа се должи на фактот што акциите на домашните и странските пазари на капитал, во последните 3 години, забележаа драстични падови во поглед на нивните пазарни цени. Несигурноста во вложување во овој тип на хартии од вредност, доведе до тоа банките многу мал процент од вкупната актива го насочат воопшто кон инвестиции во хартии од вредност. Статистичките податоци покажуваат дека во периодот од 2007-2009 година, банките во Македонија вложуваат само 10% од својата актива во хартии од вредност, додека за истиот временски период, овој процент во Словенија и Хрватска изнесува околу 25%. Сепак, во однос на вложувањето во хартии од вредност, карактеристично е дека

банките од Македонија, Хрватска и Словенија претежно ги насочуваат своите инвестиции во државни хартии од вредност (државни записи издадени од министерството за финансии и благајнички записи кои ги издава централната банка) како и државни обврзници.

Структурата на вложување на *пензиските фондови* се разликува во однос на другите институционални инвеститори, а тоа произлегува од фактот што пензиските фондови подлежат на ограничувања во вложувањата на средствата од страна на регулаторните институции во државите каде што се основани. Во Македонија, структурата на вложување на двата пензиски фонда за изминатите 3 години е следната: државните обврзници завземаат од 45-60%, потоа се депозитите во банките кои сочинуваат од 30-45% од портфолиото и останатиот дел од 5-15% е наменет за акциите (претежно акции од домашни издавачи кои согласно ограничувањата на вложување се котирали компании кои го сочинуваат индексот МБИ10 на Македонската берза). Слична е и состојбата на (задолжителните) пензиски фондови во Словенија и Хрватска, за периодот од 2008 па наваму. Прво место завземаат државните хартии од вредност и обврзниците (60-70%), а потоа следат депозитите во банките, а најмало е учеството на вложувањата во акции и уделите во инвестициските фондови, нешто што не е карактеристично за вложувањето на македонските пензиски фондови, иако законската регулатива дозволува одреден лимит на вложување и во овој домен. Генерална констатација е дека пензиските фондови во регионот, најголем дел, инвестираат во должнички хартии од вредност и сè помалку во сопственички хартии од вредност, а тоа е последица на ограничувањата од страна на регулаторните институции со цел заштита на средствата на пензиските осигуреници.

Споредувајќи ги *приносите* од вложување во инвестициските средства на институционалните инвеститори во регионот, забележуваме дека тие се разликуваат помеѓу себе, а тоа произлегува од фактот што некои се “похрабри” и превземаат повисок степен на ризик, притоа очекувајќи високи степени на принос од тие инвестиции. Некои пак одлучуваат во време на светска економска криза да се мошне претпазливи во своето инвестирање и да прифаќаат пониски стапки на принос со цел одржување на стабилноста и сигурноста на своите портфолија.

Приносите од вложување на *инвестиционите фондови* во Словенија и Хрватска (акциските) за периодот од 2009 и 2010 година се движат во просек од 10-20% на годишно ниво што е доста задоволувачки би се рекло и полака се приближуваат до најдобрите американските фондови кои имаат долгогодишна традиција и имаат приноси од околу 20% на годишно ниво. Ова се должи на правилниот избор на компании кои работат во брзорастечките економии (Бразил, Русија, Индија, Кина) и остваруваат надпросечни приходи. Слична е ситуацијата и со “младите” македонски инвестициони фондови кои се основаа во време кога се чувствуваа последиците од економската криза и падот на цените на акциите ширум светот (2008 година), тие имаа приноси кои се движеа во рамките од 16-40%, што претставува навистина изненадувачки податок. Само еден од овие инвестициони фондови имаше негативен принос во овој период. Ова исто така се должеше на изборот на компании од брзорастечките држави кои не беа засегнати во голем дел од светската економска криза. Оваа позитивна атмосфера сепак прекратко траеше, за да веќе година подоцна, приносите на македонските инвестициони фондови забележат висок процентуален пад, и истите да се движат од 2-16% на годишно ниво, пробувајќи да го диверзифицираат своето портфолио (штитејќи се од евентуални падови на цените на акциите ширум светот што беше навестено со падот на акциите на американските водечки индекси, но и голем дел на индексите на западноевропските развиени држави) и поголемиот дел од средствата го насочат кон државни обврзници и депозити во банки. Кога станува збор пак за обврзничките и паричните фондови кои се присутни во Словенија и Хрватска, приносите се во голема мера пониски од оние на акциските фондови и се движат од 2-8% во периодот 2009-2010 година.

Приносите од вложување на *осигурителните компании* во регионот, согласно структурата на вложувања која беше претходно наведена, се движат во просек од 5-10% што е еднакво или малку повисоко од активните камати на депозитите во банки и приносите кои ги остваруваат обврзниците и другите државни хартии од вредност кои ја формираат структурата на вложувањето на овој тип на институционални инвеститори.

Слична е и состојбата и со *приносите* од вложување на *банките*, бидејќи тие идентично како и осигурителните компании, своето портфолио од хартии од

вредност го формираат од државни должнички хартии од вредност. Сепак, банките и осигурителните компании во Македонија, Словенија и Хрватска сè уште многу мал процент од своите средства издвојуваат за инвестирање во хартии од вредност, а тоа се должи на претпазливоста и ризиците кои овие видови на институционални инвеститори не сакаат да ги вкalkулираат во своите пресметки. Банките се одлучуваат на претпазливо инвестирање, вложуваат во хартии од вредност со фиксен принос и на тој начин ја докажуваат теоријата дека се “пасивни играчи” за разлика од останатите претставници на институционалните инвеститори. Сепак, имајќи ја во предвид основата на банкарското работење и тенденцијата да приберат што повеќе депозити (а притоа нудејќи релативно ниски каматни стапки) и тие средства да ги пласираат во вид на кредити за компаниите и населението (нудејќи релативно високи каматни стапки), како и привлекување на повеќе клиенти кои ќе донесат значителни приходи од работењето со домашниот и странскиот платен промет и провизиите од курсни разлики и менувачко работење, банките се поретко се активни на пазарот на капитал во регионот.

Приносите од вложувања на *пензиските фондови* во споменатите држави, имајќи ја во предвид претходно изведената структура на вложувања, се доста ниски во однос на останатите претставници на институционалните инвеститори. Повторно, не треба да се заборава фактот дека овој тип на инвеститори во значителна мера е ограничен во изборот на средствата во кои инвестира. Така, приносот на (задолжителните) пензиски фондови во Хрватска во 2007 година изнесуваше во просек 6,5%, во Словенија 3,2%, а во Македонија 7,4%. Проблемот настана подоцна една година, кога се чувствуваа последиците од економската криза и кога овие приноси значително се намалија, па дури отидоа и во негативната зона. Македонските пензиски фондови стриктно се држеа до ограничувањата кои им беа наметнати и многу мал процент или воопшто не инвестираа во акции, што не беше случај со хрватските и словенечките пензиски фондови, кои иако мал процент од своите вложувања, сепак имаа инвестирано во акции чии што цени забележаа вртоглав пад во тој период и овозможија негативни приноси на целокупното портфолио.

Структурата на вложувањето или градењето на инвестициското портфолио е во тесна поврзаност со приносите кои се остваруваат од вложените средства.

Инвестиционите фондови кои го градеа своето портфолио со ризични хартии од вредност како што се акциите, остваруваа надпросечни приноси кога цените на акциите забрзано растеа на пазарите на капитал. Од друга страна, со почетокот на светската економска криза и падот на цените на акциите, берзанските индекси и воопшто вредностите на пазарите на капитал, инвестиционите фондови беа доведени во ситуација да ги продаваат акциите од нивните портфолија по цена пониска од куповната и на тој начин се остваруваа огромни капитални загуби односно негативни приноси. Тоа беше случај и со инвестициските фондови од Словенија и Хрватска кои што покажуваа мошне добри приноси во 2007 година, а веднаш потоа, наредната година, нивните приноси беа негативни.

Изборот на индустрии односно акции од компании кои припаѓаат на различни индустриски гранки во кои ќе се инвестира, се покажа исто така многу битен елемент при градењето на инвестициското портфолио и остварувањето на високи приноси. Така фондовите кои 2008 година инвестираа во фармацевтската индустрија или во хартии од вредност издадени од компании кои дејствуваат во развојната индустриска технологија или енергетската индустрија, остваруваа значително повисоки приноси од фондовите кои се одлучуваа да инвестираат во банкарската и финансиската индустрија. Опоравувањето од финансиската криза траеше долго и неизвесноста за опстојувањето на многу инвестициони банки, доведе до драстичен пад на акциите на банките и другите финансиски институции, што доведе до остварување на многу ниски (или негативни) приноси од страна на некои инвестициони фондови кои се одлучија да инвестираат во оваа индустрија.

На крај, вложувањето во брзо растечки економии, односно во акции од компании кои дејствуваат во кругот на држави кои остваруваат високи економски растови секоја година (Бразил, Индија, Русија, Кина) е уште еден фактор кој доведува до остварување на позитивни приноси. Инвестициските и пензиските фондови кои инвестираа во компании од овие т.н брзорастечки економии остваруваа многу повисоки приноси за разлика од фондовите кои се одлучија да инвестираат во државите од југоисточна европа, каде што некои од државите имаа и негативен економски раст неколку години по ред, што секако доведе до остварување на многу ниски приноси од вложувањето.

ЛИТЕРАТУРА

1. АРСОВ, Сашо: “Мерење на систематскиот ризик на македонските компании-техника наспроти применливост”, <http://www.mse.com.mk>
2. АРСОВ, Сашо и СПАСОВ, Сениша: “Финансиски менаџмент” Економски факултет- Скопје, Скопје 2004.
3. AMBACHTSHEER, K.P and EZRA, D.D (1998): “*Pension fund excellence*”, John Wiley&Sons, New York.
4. AMERICAN COUNCIL OF LIFE INSURANCE: “*Insurance Fact Book*”, Washington D.C, 1998.
5. БОГОВ, Димитар: “Детерминанти на цените на акциите на Македонската берза на долгорочни хартии од вредност” Билтен 11-12/2006, Министерство за финансии на Република Македонија.
6. БОШКОВСКА, Диана: “Хартиите од вредност во функција на развојот на македонската економија”, зборник на трудови од меѓународен научен собир “The changes arising from EU member candidate status, American College-Skopje, Скопје, мај 2006.
7. BAILEY, Jeffery V., “Are Manager Universes Acceptable Performance Benchmarks? *Journal of Portfolio Management* 18, no.3 (Spring 1992): 9-13.
8. BLAKE, Christopher R., ELTON, Edwin J. and GRUBER, Martin J., “The Performance of Bond Mutual Funds”, *Journal of Business* 66 No.3 (July 1993):371-403.
9. BODIE, Zvi, KANE, Alexander and MARCUS, Alan J. (2008),”*Investments*”, 7th edition, McGraw-Hill, New York
10. BREALEY, R. and MYERS, S.C., (2003), “*Study Guide for Principles of Finance*”, 7th edition, McGraw-Hill/IRWIN, New York
11. BRENTANI, Christine (2004), “*Portfolio management in practice*”, 1st edition, Elsevier Ltd., Oxford.
12. BRIGHAM, Eugene F., GAPENSKY, C.L. and EHRHARDT, C.M., (1999), “*Financial Management: Theory and Practice*”, 9th edition, Harcourt Collage Publishers, New York

13. BRINSON, P.G, HOOD, L.R. and BEEBOWER, L.G., (1995), “*Determinants of portfolio performance*”, Financial Analysts Journal, Jan/Feb, AIMR (Association for investment management and research).
14. BRUNO, S., (2000), “*International Investments*”, Addison Wesley, New York
15. BURTON, Malkiel G., (2002) ”Случаен од по Wall Street”, W.W. Norton & Co., Inc., превод на македонски јазик, Комисија за хартии од вредност, Скопје
16. BUTLER, C., (1998), “*Mastering value-at-risk*”, Prentice Hall, London
17. ВАСИЉЕВИЌ, М., (1999), “Привредна друштва”, Београд.
18. CHOUNDRY, M., JOANNAS, D., PEREIRA, R., and PIENAAR, R. (2001), “*Capital Market Investments: Valuation and Analysis*”, Prentice Hall, London
19. CHOUNDRY, M. (2001), “*The Bond and Money Markets: Strategy, Trading and Analysis*”, Butterworth-Heinemann, Oxford
20. CHOUNDRY, M. (2005) “*Fixed-Income Securities and Derivates Handbook*”, Bloomberg Press, Princeton.
21. COGGIN, Daniel T., FABOZZI, Frank J. and ARNOTT, Robert (1997), “*The Handbook of Equity Style Management*”, Fabozzi Associates, New Hope
22. COHEN, G.:”Options made easy”, Prentice Hall, 2002
23. DAMODARAN, A.,(2001): “Corporate finance: theory and practice”, 2nd edition, John Wiley&Sons, Inc.
24. DAVIS, R., (2003): “*What you need to know before you invest*” 3rd edition, Barron’s Educational Series Inc., New York: p.171
25. DIBARTOLOMEO, Dan and WITKOWSKI, Erik, „Mutual Fund Misclassification: Evidence Based on Style Analysis”, *Financial Analysts Journal* 53 No. 5 (September/October 1997): 32-43.
26. EDWIN, Elton J., and GRUBER, Martin J. (2000), “*Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*”, Macmillan Press, Chicago
27. EDWIN, Elton J., and GRUBER, Martin J. (1997) “*Modern portfolio theory, 1950 to date*”, *Journal of Banking & Finance* 21: 1743-1759
28. EITEMAN, Wilford J., DICE, Charles A., and EITEMAN, David K., (1969), “*The Stock Market*”, McGraw-Hill, New York
29. ELDER, A. (1993), *Trading for a Living*”, Wiley, New York

30. ERB, Claude B., HARVEY, Campbell R. and VISKANTA, Tadas E. "Political Risk, Economic Risk and Financial Risk", *Financial Analysts Journal* 51 No.6 (November/December 1996): 29-46
31. ЕРИЌ, Дејан (1997), "Финансијска тржишта и инструменти", Београд
32. ФИЛИПОВСКИ, Владимир "Пазарот на капитал и развојот на финансискиот сектор во процесот на транзиција", докторска дисертација, Економски Факултет, Скопје, 2002.
33. ФИЛИПОВСКИ, В. "авторизирани предавања", 2007 г.
34. ФИТИ, Таки, "Осовните карактеристики на пазарот на капитал", Капитал бр.10, Скопје, 1997
35. ФИТИ, Таки, "Чудната природа на берзата низ призмата на азиската криза" Годишник на Економски факултет-Скопје, Скопје 1998
36. FABER, M.T and RICHARDSON, E.W (2009), "The Ivy portfolio: how to invest like the top endowments and avoid bear markets" 1st edition, John Wiley&Sons, New Jersey
37. FABOZZI, F., (1998), "Valuation of Fixed Income Securities and Derivatives", 3^r edition, FJF Associates, New Hope
38. FABOZZI, F., (2002), "The Handbook of Fixed Income Securities", 6th edition, McGraw-Hill, Princeton
39. FABOZZI, F., (2000), "Fixed Income Analysis", Association for Investment Management and Research, McGraw-Hill, Princeton
40. FABOZZI, F., (2001),: "Bond Portfolio Management" 2nd edition, John Wiley&Sons, New Jersey.
41. FABOZZI, F., GUPTA, F., and MARKOWITZ H., "The Legacy of Modern Portfolio Theory," *Journal of Investing* (Fall 2002), p. 8.
42. FAMA, Eugene F., "Components of Investment Performance", *Journal of Finance* 27 No.3 (June 1972): 551-567
43. FAMA, E. and FRENCH, K.: "The cross section of expected returns", *Journal of finance* 47, no.2, 1992.
44. FAMA, E.: "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance* 25, no.2, May 1970

45. FARREL, James Jr., (1997), *“Portfolio Management, Theory and Application”*, 2nd edition, McGraw-Hill, New York
46. FOGLER, Russel H., “Common Stock Management in the 1990s,” *Journal of Portfolio Management* 16, No.2 (Winter 1990): 26-35.
47. GIBSON, C.R., (2000), *“Asset Allocation: Balancing Financial Risk”*, McGraw-Hill, New York
48. GITMAN, Lawrence J. (2006), *“Essentials of Managerial Finance”*, 4th edition, Pearson-Addison Wesley, Boston
49. GITMAN, Lawrence J., (1988), *“Principles of Managerial Finance”*, 5th edition, Harper & Row Publishers, New York
50. GITMAN, Lawrence J. and JOEHNK, D.M., (2001), *“Fundamentals of Investing”* 8th edition, Addison Wesley, New York
51. GLEN, Arnold (2002), *“Valuegrowth Investing – A Disciplined Approach to Investment”* Financial Times-Prentice Hall, London
52. GRAHAM, B. and DODD, D. (1934), *“Security Analysis”*, McGraw-Hill, New York
53. GRAHAM, B. (1973), *“The Intelligent Investor”*, Harper & Row, New York
54. GREG I., *“If Big Board Specialists are an anachronism, they’re a profitable one”*, The Wall Street Journal, 12 March, 2001
55. GREGORIOU, G. (2007), *“Diversification and portfolio management of mutual funds”* – Palgrave Macmillan, 2007, New York.
56. HAGSTROM, R. Jr., (1994), *“The Warren Buffett Way”*, Wiley, New York
57. HESTON, Steven L. and ROUWENHORST, Geert K., “Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification?”, *Journal of Financial Economics* 36 No.1 (August 1994): 3-27.
58. HIGSON, G., (1999), *“Fixed Income Analysis for the Global Financial Market”*, John Wiley & Sons, New York
59. HULL, J., (2000), *“Options, Futures and other Derivatives”*, 4th edition, Prentice Hall, New York
60. INGERSOL, J. Jr. (1987), *“Theory of Financial Decision Making”*, Rowman & Littlefield, Lanham

61. ИВАНОВСКИ, Зоран и ШУКАРОВ, Миролjub, (2005), “*Хартии од Вредност и Портфолио Менаџмент*”, Три, Скопје
62. INTERNET (<http://www.hpb.hr>; <http://www.pbz.hr>)
63. ЈОВАНОВСКИ, Тихомир ”Финансиски пазар”, Економски центар-Скопје, Еко-прес Скопје, Скопје 1994
64. КРАСУЉА, Д и ИВАНИШЕВИЌ, М., (2004) “Пословне финансије” VI издање, Економски Факултет Београд
65. КУЛИЌ, Мирко (2004), “*Финансијски Менаџмент*” 2-ро издание, Мегатренд Универзитет примењених наука, Београд
66. КУЛИЌ, Мирко (2007), “*Финансијска Тржишта*” 3-то издание, Мегатренд Универзитет примењених наука, Београд
67. КИТТЕР, G. (1999), “*Investment Mathematics for Finance and Treasury Professionals*”, John Wiley & Sons, Chichester
68. KOCHARD, L.E and RITTEREISER, C.M. (2007) “*Foundation and endowment investing*”, John Wiley&Sons, New Jersey.
69. KRITZMAN, Mark P. “How to Build a Normal Portfolio in Three Easy Steps” *Journal of Portfolio Management* 13, no.4 (Summer 1987)
70. LAWRENCE, J.G.: (1988) ”*Principles of managerial finance*”, 5th edition, Harper & Row Publisher, New York
71. LEIBOWITZ, MARTIN L., BADER, Lawrence N., KOGELMAN, Stanley and DRAVID, Ajay R., “Benchmark Departures and Total Fund Risk: A Second Dimension of Diversification”, *Financial Analyst Journal* 51 No.5 (September/October 1995):40-48
72. LITERMAN, B., (2003), “*Modern Investments Management: An Equilibrium Approach*”, John Wiley & Sons, New Jersey
73. LOWENSTEIN, R. (1996), “*Buffett – The making of an American Capitalist*”, Weidenfeld & Nicolson, London 21-23.
74. ЛАЗАРЕВСКИ, З. Институционални инвеститори и нивниот развој во Република Македонија , Економски факултет-Скопје, Скопје 2002
75. MAGINN, John L. and TUTTLE, Donald L., (1990), “*Managing Investment Portfolios, a Dynamic Process*”, 2nd edition, Waren, Gorham & Lamont, Boston

76. MAGINN, J., TUTTLE, D., McLEAVEY, D and PINTO, J.: (2007) “*Managing investment portfolios – A dynamic process*”- John Wiley & Sons, 3rd edition, New Jersey.
77. MAKSIMOVIC, R, MAROVIC, M and NJEGOMIR, V (2010), “The economic crisis and the insurance industry: the evidence from the ex-Yugoslavia region”, *Economic Annals*, vol. LV, No.185.
78. MARKOWITZ, Harry M. (1959), “*Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*”, 2nd edition, John Wiley & Sons, New York
79. MERTON, R., (1993), „*Contiuous Time Finance*”, Blackwell, Oxford
80. MERTON, R., “*An analytic derivation of the efficient portfolio frontier*” *Journal of financial and quantitative analysis* 7, September 1972.
81. MISHKIN, Frederic S. (1992), “*The Economics of Money, Banking and Financial Markets*”, New York
82. Македонската регулатива за хартии од вредност и нејзината усогласеност со принципите на IOSCO, Macedonian financial sector project, USAID, 2003.
83. МАРКОВСКИ, Горан “Инвестиционите фондови и нивната перспектива во Република Македонија” Економски факултет - Скопје, 2002.
84. МАРКОВИЌ, И., (2000) “Финансирање – Теорија и пракса финансирања трговинских друштва”, Загреб
85. МАРОВИЌ, Б и ЖАРКОВИЌ Н, (1996), “*Осигуравајуча друштва као институционални инвеститори на финансијском тржишту-наше можности и ограничења*”, Милочер.
86. НАНЕВСКИ, Благоја “Берза на долгорочни хартии од вредност” Годишен зборник на трудови, Економски Институт-Скопје, Скопје 1995
87. НАНЕВСКИ, Благоја “Финансискиот пазар во функција на динамизирање на општеството” Годишен зборник на трудови, Економски развој, Економски Институт-Скопје, Скопје 1997
88. НЕСТОРОВСКИ, М.”Економија на инвестициите” Економски факултет – Скопје, Скопје 2000
89. НЕСТОРОВСКИ, М. “*Инвестициона одлука: економска анализа на инвестициони проекти*”, Економски факултет-Скопје, Скопје 1996

90. O'HIGGINS, B. and DOWNES, J. (1991), "*Beating the Dow*", Harper Perennial, New York
91. O'NEIL, J.W., (2003), "24 основни лекции за успешно инвестирање", превод на македонски јазик, Комисија за хартии од вредност, Скопје
92. OROSZ, J.J, (2007), "*Effective foundation management*", Alta Mira Press, Plymouth, UK
93. ОГЃАНОВИЌ, Вук (1999), "*Зajедничја улагања-модел интернационализације домаше привреде*", Београд
94. PATEL, A.B (1997), „*The Mind of a Trader*”, Pitman, London
95. PRGA, I and SVERKO, I (2008) “*Izlozenost banaka trzisnim rizicima*” Zbornik Ekonomskog fakulteta, Zagreb.
96. ПИТИЌ, Горан, ПЕТКОВИЌ, Горан, ЕРИЌ, Дејан, ШОШКИЌ, Дејан и ШТИМАЦ, Милко, (1996), "*Берзански појмовник*", Београд
97. Предлог национална стратегија за интеграција на Република Македонија во Европската Унија, Влада на Република Македонија, 2004
98. Прирачник за корпоративно управување во македонските акционерски друштва, IFC, 2007
99. Прирачник за акционески друштва со посебни обврски за известување, IFC, 2008
100. Програма за поттикнување на инвестиции во Република Македонија, Влада на Република Македонија, 2003
101. Проект на Министерството за образование и наука “Ефикасноста на финансискиот пазар во функција на зголемување на трошковната ефикасност репродуктивна способност на македонското стопанство” Економски Институт- Скопје, Скопје 2003
102. Проект на Министерството за образование и наука “Инвестициите во Република Македонија и нивната ефикасност” Економски Институт-Скопје, Скопје 2002
103. РАДМИЛОВИЌ, Станко, (1995), "*Финансијска тржишта и нивни закони*", Нови Сад
104. Развој на македонскиот пазар на капитал, комисија за хартии од вредност, Скопје 2004

105. РИСТИЌ, Живота, (1990), “*Тржиште капитала-теорија и пракса*”, Белград
106. РОДИЌ, Јован (1989), “*Пословне Финансије*”, Београд
107. REDDY M.T., (1990) “*Securities Operations*”, New York
108. REILLY, K.F. and BROWN, C.K., (2002), “*Investment Analysis and Portfolio Management*”, 7th edition, Harcourt College Publisher
109. RICHARD, C.G. and RONALD, N.K., (2000), “*Active portfolio Management*”, McGraw-Hill, New York
110. ROLL, Richard “Performance Evaluation and Benchmark errors (I)”, *Journal of Portfolio Management* 6, no.2 (Summer 1980): 5-12.
111. RUBINSTEIN, M. (1999), “*Rubinstein on Derivatives*”, Risk Books, London
112. RUSSELL, C. (2006), “*Trustee investment strategy for endowments and foundations*”, John Wiley & Sons, New Jersey.
113. Стратегија за развој на пазарот на државни хартии од вредност, Министерство за финансии и Народна Банка на Република Македонија, Скопје 2003
114. Стратегија за спроведување на Законот за хартии од вредност во периодот 2007- 2012, Комисија за хартии од вредност, март 2007
115. ЧУРЧИЌ, Урош и БАРЈАКТАРОВИЌ, Мирјана, (2008), “Банкарски портфолио менаџмент” Факултет за трговија и банкарство, Јаничие и Даница Кариќ, Белград
116. SAKOLSKI, Aaron M. (1975), “*Principles of investment*”, Ronald Press Co., New York.
117. SCHWARTZ, Robert A. (1988), “*Equity Markets*”, Harper & Row, New York
118. SHARPE, William F., ALEXANDER, Gordon J. and BAILEY Jeffery V. (1999), “*Investments*”, 6th edition, Prentice Hall, New Jersey
119. SHARPE, William F., “The Sharpe Ratio”, *Journal of Portfolio Management* 21 No.1 (Fall 1994): 49-58.
120. SHARPE, William F., „Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement”, *Journal of Portfolio Management* 18 No. 2 (Winter 1992): 7-19
121. SHARPE, William F.: “*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*”, 2nd edition, Prentice Hall

122. SINGER, Brian D. and KARNOSKY, Denis S., "The General Framework for Global Investment Management and Performance Attribution" *Journal of Portfolio Management* 21 No.2 (Winter 1995): 84-92
123. SINQUEFIELD, Rex A. "Where are the Gains from International Diversification?" *Financial Analysts Journal* 52 No.1 (January/February 1996): 8-14.
124. STEINBERG, I.M.: Меѓународен закон за хартии од вредност – современа и компаративна анализа, превод на македонски јазик, Комисија за хартии од вредност на Република Македонија, Скопје 2003
125. STOWE, D.J., (2002), "*Analysis of Equity Investments: Valuation*" AIMR
126. STULHOFER, A. (1999), "Повратак у buducnost: process privatizacije i hrvatska javnost", Институт друштвених знаности, Загреб
127. TREYNOR, Jack L., "How to Rate Management of Investment Funds", *Harvard Business Review* 43 No.1 (January/February 1965): 63-75.
128. VAN HORNE, James C. and WACHOWICZ, John M. (2002) "*Основе финансијског менаџмента*", Загреб
129. VEYSEY, S. (2004) "*Pensions and Investments*", Prentice Hall-London.
130. WAGNER, Wayne H. and TITO, Dennis A., "Definitive New Measures of Bond Performance and Risk", *Pension World* 13 No.5 (May 1997):10-12.
131. WENDEL, Charles B., (1996), "*The New Financiers*", Irwin Professional Publishing, Chicago
132. WILLIAMS, L. (1999), "*Long Term Secrets for Short Term Trading*", Wiley, New York.
133. WRIGHT C: "*Ripe for the Picking*", CFA Magazine, September/October 2005.
134. ЗОГРАФСКИ, Е. "Македонската берза и можностите за финансирање на трговските друштва", Професија Банкер бр.14, 1996
135. Закон за хартии од вредност, неофицијално пречистен текст, Службен весник на Република Македонија бр.96/2004
136. ШАЈНОВСКИ, Крсте, (2006), "Македонски берзански бум во 2005 година- фикција или реалност", Влабор Доел, Скопје
137. ШТЕРИЕВ, Иван "Берзански барометар", Економија и бизнис, 1998

138. ШТЕРИЕВ, Иван “ (Пред) Почетокот на долгиот пат: Македонска берза за долгорочни хартии од вредност” Економски магазин бр.81, 1996

КОРИСТЕНИ WEB СТРАНИ

1. <http://www.hpb.hr> (Хрватска Поштенска Банка)
2. <http://www.hpb-invest.hr> (ХПБ Инвест Фондови)
3. <http://www.kd-group.com> (КД Групација)
4. <http://www.ljse.si> (Словенечка Берза)
5. <http://www.zse.hr> (Хрватска Берза)
6. <http://www.hanfa.hr> (Хрватска Агенција за надзор над финансиските услуги)
7. <http://www.cadoganeducation.co.uk> (Кадоган едукација)
8. <http://www.biznis24.com.mk> (Економски портал)
9. <http://www.a-tvp.si> (Комисија за хартии од вредност на Р.Словенија)
10. <http://www.bsi.si> (Народна Банка на Р.Словенија)
11. <http://www.mf.gov.si> (Министерство за финансии на Република Словенија)
12. <http://www.investslovenia.org> (Економски портал за инвестирање во Словенија)
13. <http://www.sec.gov.mk> (Комисија за хартии од вредност на Р.Македонија)
14. <http://www.mse.com.mk> (Македонска Берза)
15. <http://www.nbrm.mk> (Народна Банка на Р.Македонија)
16. <http://www.stat.gov.mk> (Државен завод за статистика на Р.Македонија)
17. <http://www.efama.org> (Европска Асоцијација за управување со средства и фондови)