



Piše: Prof. dr Tomislav Brzaković

Koliko je investiranje težak proces?

Investiranje je složen proces i nije ga lako svesti na jednostavan mehanički algoritam. Generalno, investicioni proces podrazumeva četiri osnovne faze: utvrđivanje ciljeva, utvrđivanje ograničenja, formulisanje investicione politike i konstantno praćenje i prilagođavanje portfolija.

Iako postoje mnogi opšti principi koji se odnose na investiranje, ne postoji univerzalan adekvatan investicioni proces jer su pojedini elementi kao što su poreski status, životno doba, tolerancija rizika, bogatstvo, poslovne perspektive i nesigurnost posebni i imaju različit uticaj na pojedine grupe (vrste) investitora.

Iako se većina investitora može lako složiti sa činjenicom da im je osnovni cilj da zarade na investiciji koliko god je to moguće, to je mnogo lakše definisati nego ostvariti. I kod investiranja važi princip da je lako biti general posle bitke. Osnovna teškoća leži u tome što je investiranje proces koji prate mnogi rizici. Pored želje da zarade maksimalnu moguću svotu novca, investitori nastoje da maksimalno smanje potencijalni rizik jer po pravilu imaju averziju prema riziku. Generalno, investitori od rizičnije investicije očekuju i veći prinos. Taj odnos između očekivanog prinosa i rizika poznat je kao cena rizika. Od cene rizika koju je investitor spreman da prihvati zavisi i njegov izbor hartija od vrednosti u koje će investirati.

Investicioni ciljevi individualnih investitora u velikoj meri zavise od životnog doba investitora. Investitori su u ranijem životnom dobu po pravilu spremniji da više rizikuju, između ostalog i zbog toga što smatraju da imaju pred sobom više vremena za ispravku potencijalno loše ostvarene investicije. Tako je jedna od prvih značajnih investicionih odluka pojedinca odluka o stepenu edukacije, tj. ulaganja u sopstveno znanje. Potencijal zarađivanja direktno je uslovljen sticanjem znanja i veština. Kod donošenja investicionih odluka, individualni investitori moraju da razmotre i mnoge druge okolnosti: lični poreski status, poreski status hartija od vrednosti (za investitore je bitan ostvaren prihod nakon oporezivanja), likvidnost tržišta, odnosno konkretne hartije

u koju investiraju (hartija je likvidna ukoliko se može prodati u kratkom roku bez velikih ustupaka u ceni), investicionog horizonta, odnosno roka u kojem imaju potrebu da hartiju pretvore u gotov novac i sl. Za razliku od individualnih investitora, profesionalni institucionalni investitori često su ograničeni i zakonskim propisima kao što je npr. ograničenje da zajednički fondovi ne mogu investirati više od 5% sredstava u akcije pojedinačnih kompanija kojima se javno trguje.

Investicioni ciljevi i ograničenja determinišu odgovarajuću investicionu politiku investitora. Investicioni portfolio, kreiran u skladu sa opredeljenom investicionom politikom, nadalje podleže obavezi stalnog praćenja i revizije radi očuvanja vrednosti portfolija, što iziskuje mnogo znanja i utrošenog vremena.

Iz svega navedenog jasno proizilazi da investiranje u hartije od vrednosti nije ni jednostavan ni lak posao, i da je za uspešno spro-

lako postoje mnogi opšti principi koji se odnose na investiranje, ne postoji univerzalan adekvatan investicioni proces jer su pojedini elementi kao što su poreski status, životno doba, tolerancija rizika, bogatstvo, poslovne perspektive i nesigurnost posebni i imaju različit uticaj na pojedine grupe (vrste) investitora.

vođenje neophodna pomoć eksperata. I kao što je jasno da nema korektnog kapitalizma bez domaćih kapitalista, takođe je nesporno da neće biti ni likvidnog i dugoročnog tržišta hartija od vrednosti bez novih domaćih individualnih i institucionalnih investitora koji bi upravljali znatno većom imovinom.

Aktivne ili pasivne investicione strategije?

Investitori koji kupuju hartije od vrednosti sa ciljem da ih duži vremenski period za-

drže u posedu radi ostvarenja prinosa od kamata, povećanja cena ili po osnovu dividende, primenjuju strategiju koja se naziva **pasivno dugoročno investiranje** ili strategija *kupi i drži*. Ova grupa investitora nije sklona rizicima i radije investira u specijalne vrste portfolija kao što su indeksni fondovi. Takvi fondovi nastoje da imaju strukturu identičnu nekoj od berzanskih indeksa, te stoga kupuju akcije firmi iz sastava indeksa u proporciji identičnoj tržišnoj vrednosti akcija. Pasivna strategija investiranja ne uzima u obzir analizu hartija od vrednosti, već se usmerava na nerizičnu aktivnu i širok portfolio rizične aktive.

Pasivan stil investiranja može se istovremeno primenjivati i kod izbora finansijske aktive i kod izbora pojedinih hartija u okviru izabrane grupe finansijske aktive. Sklonost ka riziku u velikoj meri zavisi i od starosne dobi investitora. Tako na primer, 45 godina star investitor čija se šema in-

vestiranja sastoji od 65% akcija, 20% obveznica i 15% derivata, neće menjati šemu u skladu sa trenutnom procenom tržišnih kretanja. Takođe, kod izbora pojedinačnih hartija pasivan investitor polazi od činjenice da ono što on zna o hartiji, znaju i svi ostali učesnici na tržištu, što posledično ima rezultat formiranje fer cene na tržištu. Stoga se takav investitor, umesto pokušaja da pobedi tržište, radije opredeljuje za jednostavnu diversifikaciju, tj. ulaganje u veći broj različitih hartija, poštujući princip *ne stavljaj sva jaja u jednu korpu*.



Sa druge strane postoji velika grupa tzv. **agresivnih trgovaca** koji, procenjujući uspone i padove na tržištu, ostvaruju velike profite kupujući kada su cene niske, a prodajući po visokim cenama. Činjenica da tržišta hartija od vrednosti nisu perfektno cenovno efikasna posebno ohrabruje ove investitore, jer što je veća cenovna neefikasnost tržišta, to je i mogućnost ostvarenja ekstra profita veća. Agresivni (aktivni) trgovci kupuju i prodaju potcenjene i precejene hartije u želji da maksimiziraju svoje profite. Aktivno upravljanje portfolijem, proučavanjem i nalaženjem pojedinačnih hartija od vrednosti koje su ili potcenjene ili precejene, podrazumeva trošak i stvara netržišni rizik koji se može ukloniti diversifikacijom. Aktivni investitori svoje odluke donose na osnovu detaljnih analiza hartija od vrednosti, a da bi se ostvarili ciljevi potrebno je mnogo znanja, značajno iskustvo i mnogo rada.

Međutim, potrebno je reći da se ove dve strategije ne moraju međusobno isključivati. Moguće su i njihove međusobne kombinacije. Tako investitor može istovremeno primenjivati aktivnu selekciju hartija i pasivnu selekciju finansijske aktive, ili aktivnu selekciju aktive uz pasivnu selekciju pojedinačnih hartija. Moguće je, takođe, da investitor za deo portfolija primenjuje pasivnu strategiju (indeksiranje), a da sa ostatkom portfolija aktivno upravlja.

S obzirom na karakteristike aktivne odnosno pasivne investicione strategije, može se postaviti pitanje šta navodi investitore da

daju prednost jednoj od ovih strategija. Kao prvo, aktivne strategije su, bez obzira na to da li investitor nastoji sam da kreira efikasan portfolio ili to prepušta profesionalcima, mnogo skuplje od pasivnih. Kreiranje pasivnog portfolija iziskuje mnogo manje troškova, jer su provizije nabavke obveznica trezora ili državnih obveznica najniže ili ih uopšte nema ukoliko ih investitor nabavlja direktno od države. Isto tako i provizije na kupovinu akcija

Agresivni (aktivni) trgovci kupuju i prodaju potcenjene i precejene hartije u želji da maksimiziraju svoje profite. Aktivno upravljanje portfolijem, proučavanjem i nalaženjem pojedinačnih hartija od vrednosti koje su ili potcenjene ili precejene, podrazumeva trošak i stvara netržišni rizik koji se može ukloniti diversifikacijom. Aktivni investitori svoje odluke donose na osnovu detaljnih analiza hartija od vrednosti, a da bi se ostvarili ciljevi potrebno je mnogo znanja, značajno iskustvo i mnogo rada.

fondova koji podražavaju neki od berzanskih indeksa su najniže, jer sadrže najmanje troškove upravljanja. Drugo, uz pretpostavku da na tržištu postoji mnogo aktivnih, stručnih investitora koji svojim aktivnostima u veoma kratkom roku obaraju cene potcenjene aktive, odnosno podižu cene potcenjene aktive, logičan zaključak je da veliki deo finansijske aktive ima korektnu cenu. Zagovornici hipoteze efikasnog tržišta veruju da aktivno upravljanje portfolijem predstavlja uzaludan trud i da je malo verovatno da će opravdati nastale troškove. Stoga, oni zagovaraju pasivnu strategiju investiranja koja ne pokušava da nadmudri tržište. Jedini cilj pasivne strate-

gije je da formira portfolio hartija od vrednosti sa dobrom diversifikacijom, bez pokušaja da se pronađu potcenjene ili precejene akcije.

U svakom slučaju, za razvoj finansijskog tržišta korisno je da postoji mogućnost primene različitih investicionih strategija zavisno od sklonosti investitora. Jedan od uslova za efikasnu diversifikaciju je i postojanje različitih klasa finansijske aktive: instrumenata tržišta

novca, hartija sa fiksnim prihodima, akcija, obveznica, derivata i dr. Stoga, zaista mogu da začude, u okolnostima siromašne ponude različitih hartija od vrednosti na našem finansijskom tržištu, nastojanja da se sa njega proteraju kratkoročne hartije od vrednosti, tim pre što je to tržište u prethodnom periodu imalo sve karakteristike razvojnog tržišta, jer je pružalo šansu za finansiranje, kao pretpostavke rasta i razvoja novih još neafirmisanih emitenata.▢

Prof. dr Tomislav Brzaković,
dekan Fakulteta za primenjeni
menadžment, ekonomiju i finansije – MEF
www.mef.edu.rs