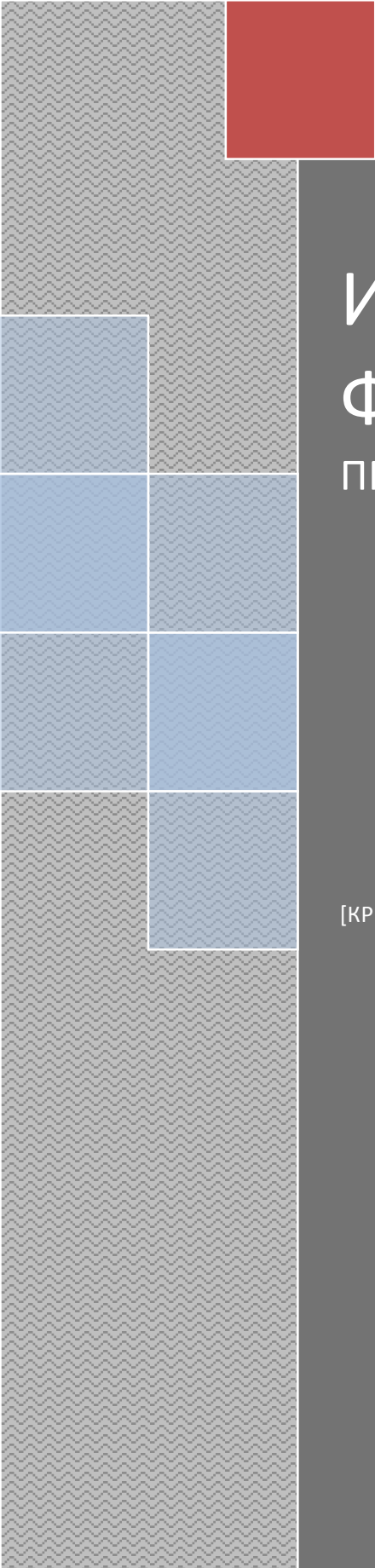




ИНВЕСТИЦИСКИ ФОНДОВИ

ПРАВНИ АСПЕКТИ

[КРИСТИНА МИШЕВА]



М-р Кристина Мишева

**ИНВЕСТИЦИСКИ ФОНДОВИ
(ПРАВНИ АСПЕКТИ)**

-Монографија-

Скопје, 2010

Издавач: Алфа 94 Скопје

Рецензенти:

Проф. д-р Весна Пендовска

Проф. д-р Горан Коевски

Графичка обработка: Кристина Мишева

CIP – Каталогизација во публикација
Национална и универзитетска библиотека „СВ. Климент Охридски“, Скопје
336.714:34(497.7)
МИШЕВА, Кристина
Инвестициски фондови: (правни аспекти): монографија/ Кристина

Фусноти кон текстот.- Библиографија: стр. 141-146
ISBN 978-9989-936-33-3
а) Инвестициски фондови – Правни аспекти- Македонија
COBISS.MK-ID 87451658

На моите родители

СОДРЖИНА

СОДРЖИНА	3
Предговор	7
Објаснување на кратенки користени во текстот:	9
Поимник на специфични термини од странско потекло*	10
ВОВЕД	13
1. Теза	17
Глава прва	19
ИНВЕСТИЦИСКИ ФОНДОВИ - општи согледувања	19
1. Инвестициските фондови како институционални инвеститори	19
2. Појава, почетоци и развој на инвестициските фондови	21
Глава втора	30
ИНВЕСТИЦИСКИ ФОНДОВИ	30
1. Поим	30
2. Видови инвестициски фондови	35
2.1. Отворени фондови	38
2.2. Затворени фондови (closed-end investment funds, investment trust)	
45	
2.3 Приватни фондови (private funds)	49
3. Негативни страни од вложувања во фондот	50
4. Ризици на фондовите	51
Глава трета	55
1. УЦИТС ДИРЕКТИВИ	55
Глава четврта	63
ИНВЕСТИЦИСКИТЕ ФОНДОВИ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА СПОРЕД Закон за инвестициски фондови од 2009 година	63
1. Поим, функција, карактеристики и организација на инвестициските фондови и институциите поврзани со инвестициските фондови	67

1.1.	Друштва за управување со инвестициските фондови.....	67
1.1.а	Друштва за управување со отворени и затворени инвестициски фондови	67
1.1.б	Кадровска и техничка организација на друштвото за управување со инвестициските фондови	74
1.2.	Друштва за управување со приватните фондови	80
2.	Инвестициски фондови	84
2.1.	Отворен инвестициски фонд (поим, имот на фондот, права и обврски на вложувачот)	86
2.2.	Затворен фонд (поим, имот на фондот, права и обврски на вложувачите)	92
2.3.	Приватен фонд	98
3.	Регистар на фондови.....	101
4.	Депозитарна банка	103
5.	Комисија за хартии од вредност	104
6.	Акти на инвестициските фондови (автономно уредување):	108
6.1.	Статут на друштвото за управување со инвестициски фондови ..	108
6.2.	Статут на фондот.....	109
6.3.	Проспект на фондот	110
	Глава петта	111
	Краток осврт на фондот за пензиско и инвалидско осигурување на Република Македонија (ПИОМ), задолжителните пензиски фондови и јавниот здравствен фонд	111
	Заклучок	118
	Прилог 1	121
	Прилог 2	124
	Прилог 3	127
	Користена литература.....	140
	РЕЦЕНЗИИ ЗА ТРУДОТ	147

Предговор

Објавувањето на монографија „Инвестициски фондови-правни аспекти“ е со цел да ја збогати македонската правна, пред сè стручна литература, фокусирајќи се на правните аспекти на финансиските интермедиери-инвестициските фондови. Монографијата, во одредена димензија, претставува и кратка стручна студија давајќи фактички податоци од релевантни извештаи на меѓународно ниво, и посебно добива на значење заради изложување на практичните проблеми со кои се соочуваат домашните и странки субјекти/учесници на пазарот, а кои се однесуваат на ова проблематика.

Актуелната состојбата на македонската пазар на капитал, претставува клучниот момент за добивање на научен стимул за обработување на ова проблематика. Покрај за правната и економската фела, монографијата може да послужи и на пошироката јавност која пројавува интерес за ова сфера, која располага со скудни познавања од ова проблематика, а се јавуваат или имаат интерес да се јават како потенцијални купувачи.

И покрај тоа што станува збор за предмет на истражување кој постојано е изложен на измени и дополнувања, авторот се одлучи текстот на монографијата да го објави заклучно со важечката регулатива од Октомври 2009 година. Ова како основа за сите за кои истражувањето во ова сфера, и обработувањето на новите правилници, законски регулативи и решенија претставува предизвик. Се разбира и како основа за креирање на една нова соработка во функција на продлабочено совладување на ова проблематика која главниот резултат ќе го даде на пазарот на капитал.

Авторот се заблагодарува на оние кои несебично и транспарентно проговорија за практичните проблеми со кои се соочуваат фондовите на македонскиот пазар со што трудот доби една сосема нова димензија од почетно замислената содржина.

Секако, најголема благодарност укажува на своето семејство без чија љубов и поддршка овој труд воопшто немаше ни да биде создаден.

Од авторот

Објаснување на кратенки користени во текстот:

AIFMs- Alternative Investment fund managers;

Directive (Директива) - Упатство;

NAV- net asset value (нето вредност на имот);

OECD – Organization for economical cooperation and development,
(ОЕЦД) Организација за економска соработка и развој;

Regulation (Регулатива) - уредба;

USA – Соединетите американски држави ;

АД- Акционерско друштво;

ДКИПХВ - Друштва за колективно инвестирање во преносливи хартии
од вредност, UCITS – undertakings for collective investment funds;

ДОО - Друштво со ограничена одговорност;

ДООЕЛ- Друштво со ограничена одговорност основано од едно лице;

ДУ- Друштво за управување;

ДУЗФ - Друштво за управување со затворен фонд;

ДУИФ - Друштва за управување на инвестициски фондови;

ДУОФ - Друштво за управување со отворен фонд;

ДУПФ - Друштво за управување со приватен фонд;

ЕУ- Европска Унија;

ЗИФ - Закон за инвестициски фондови;

ЗОО - Закон за облигациони односи;

ЗТД - Закон за трговски друштва;

ЗХВ - Закон за хартии од вредност;

КХВ - Комисија за хартии од вредност;

НРБМ- Народна банка на Република Македонија;

ПИОМ- Пензиско инвалидско осигурување на Република Македонија;

РМ- Република Македонија.

Поимник на специфични термини од странско потекло*

Arbitrage funds – Арбитражните фондови имаат за цел да ја изнајдат аномалијата на погрешно проценетите хартии од вредност кои се релативни едни на други. Тие профитираат од цените или зделките на различни пазари. Овие фондови купуваат потценет имот, хартии од вредност и други финансиски инструменти (капитал) од еден пазар, кој/кои веднаш го/ги продаваат на друг пазар каде вредноста му/им е поголема. Ваквата трансакција вообичаено трае неколку секунди;

Closed-end fund – Затворени фондови. Затворените фондови се тип на фондови кои прибираат капитал преку инцијална јавна понуда (IPO-initial public offering) на определен, фиксен, број на акции. За вложените средства вложувачите добиваат акции, кои на вложувачите им даваат различни права од регуларните, вообичаените, акции на акционерските друштва. Исто како и акционерските друштва и овој тип на фондови се јавно тргувани компании. За ова повеќе види во текстот стр. 43

Equity - сопственост во акции (обични или приоритетни) или други хартии од вредност кои можат да бидат претворени во акции, односно вложен капитал во едно друштво. Правото на акционерите измерено според капиталот и добивката.

Equity fund or stock fund – еквиџи фондот или акциски фонд (фондови поврзани со акционерски капитал) е тип на отворен фонд (mutual fund) кој примарно инвестира во сопственички хартии од вредност, најчесто акции, односно фондови кои инвестираат во акционерски капитал на целната компанија кои се тргувани на регулирана и организирана берза стекнувајќи сопственост во компанијата во која инвестира и право на добивка од приходите кои компанијата ги остварува, вообичаено на одреден период. Поради инвестициската цел која ја има фондот, портфолиото на фондот е составено воглавно од акции, па затоа често се нарекува акциски фонд;

Global fund - Глобален фонд е отворен фонд кој инвестира во акции и/или обврзници низ различни ентитети (лица, партнерства, организации или бизнис единици кои имаат легална форма на постоење) во светот. Овој тип на фонд дава поголема можност за диверзификација од националните фондови, а се разликува од интернационалните фондови, бидејќи не ги вклучуваат фондовите од САД. Пример: таков глобален, светски фонд е СЕАФ, кој претставува, инвестициска компанија фокусирана на растечки капитал;

International fund– Интернационален фонд е отворен инвестициски фонд кој инвестира во акции и обврзници надвор од Соединетите американски држави ;

Green funds - т.н. зелени фондови се специјализирани фондови кои се нарекуваат вака заради нивната инвестициска цел. Вообичаено, тоа се *отворени фондови* кои инвестираат во компании кои се грижат за заштита на животната средина. Зелените фондови инвестираат во компании чија стратегија се заснова на поддршка за подобрување на животната средина (алтернативни извори на енергија, преработка на вода и отпадни материји итн.) избегнувајќи ги друштвата кои се бават со производство на оружје, алкохол, тестирање на животни итн.

Hedge - заобиколување, избегнување, изнаоѓање заобиколен пат за да се избегне нешто или некогаш.

Hedge fund - Хеџ фонд. И покрај тоа што не постои дефиниција која би ги определила овој тип на фондови со неколку збора, сепак, тоа се инвестициски фондови кои не подлежат на контрола и надзор од регулаторни тела и најчесто се регистрираат на некои острови кои немаат ригидна регулатива, како на пример Кајманските острови. Тоа се високоризични фондови кои инвестираат во акции, обврзници, нафта или некој друг вид на имот на за кој се претпоставува дека ќе му порасне вредноста. Затоа се нарекуваат „игра“ на најбогатите и најискусните инвеститори (индивидуални и институционални). *Hedge* делот од името на овој тип на фондови потекнува од терминот „hedge your bets“, затоа се нарекуваат и „фондови за обложување“. Најчесто хеџ фондовите не подлежат на никаква контрола од регулаторите, но во последно време има такви тенденции и размислувања, особено во САД. Се разбира дека релевантните институции наидуваат наидуваат на големи отпори.

Index funds – индексни фондови. Се отворени фондови кои исклучиво инвестираат во берзанските индекси, така нивниот приход се остварува со „имањето“ на сите акции кои се наоѓаат на пазарот. Како на пример: S&P 500 (Standard & Poor's 500);

Mutual fund –заеднички, меѓусебни, фондови. Технички се познати како отворени фондови. Овој тип на фондови прибираат средства од вложувачи и средствата ги инвестираат во сет портфолио. Овие фондови се најпривлечни за „малите“ инвеститори бидејќи со мал влог можат да добијат диверзифицирано портфолио составено од акции, обврзници, готовина и др. имот. Тие се управувани од менаџери кои имаат за цел зголемување на имотот на фондот т.е. на влоговите на вложувачите.

Open- End fund – отворени фондови. Се тип на фондови кои неаат никаво ограничување во издавањето на уделите и обврска на фондот е да им ги откупи уделите на вложувачите кога истите сакаат да ги продадат. Па затоа може да имаат голем број на „мали“ и „големи“ вложувачи. За ова повеќе види во текстот стр. 36.

Private equity fund - фонд кој инвестира во private equity. Нивна инвестициска цел се акции или други хартии од вредност од приватни компании кои не котираат на берза или се симнати од берза да ги реконструираат и издигнат и после неколку години да ги тргуваат на берза. Во Република Македонија такви се приватните инвестициски фондови. Пример: SIF- Small investment fund - првиот приватен инвестициски фонд во Македонија;

*поголем дел од дефинирањата и објаснувањата се преземени од www.businessdictionary.com; www.investorwords.com; www.investopedia.com, последен пат отворени 09.2009 година.

Напомена: Се соочуваме со проблем обидувајќи се да најдеме соодветен превод за некои типови фондови. Можеби главната причина е тоа што преведувајќи ги поимите веднаш бараме пандан на институт во нашето законодавство, што најчесто е невозможно.

ВОВЕД

Реконструирањето на правниот, економскиот и политичкиот систем во Република Македонија ја раздвижи и оживеа економската сцена со што се придонесе кон донесување, проширување и имплементирање на нови законски регулативи со цел следење на секојдневната општествена динамика. Ангажманите и заложбите на релевантните институции во Република Македонија придонесоа во земјава да се забележи тренд на перманентно зголемување на странските директни инвестиции и на инвестициите воопшто, што имплицираше потреба од создавање и правно регулирање на нови финансиски институции кои се појавија на финансискиот пазар во Република Македонија.

Во секоја пазарна економија, пазарот на капитал како сегмент на финансискиот пазар однапред треба да биде така конципиран преку него да се остваруваат определени цели, кои однапред треба да ги знаат учесниците на пазарот. Пазарот на капитал претставува конкретна институционална структура која ја сочинуваат институции, инструменти и механизми преку кои се врши сретнување на понудата и побарувачката на долгорочни финансиски средства, со цел тие да се алоцираат кај субјектите на кои им се потребни за финансирање на инвестициите во капитални добра.

Институционалните инвеститори се дел од финансиската инфраструктура, чии носечки столбови се: банките, инвестициските компании, инвестициските фондови, пензиските фондови и осигурителните друштва. Тие се од голема важност за развојот на финансискиот пазар на една земја.

Институционалните инвеститори на меѓународниот финансиски пазар, особено во земјите на OECD, во последните десетина години бележат многу голем раст и играат една од клучните улоги на финансискиот пазар. Агресивната политика на инвестирање која се водеше последната деценија на минатиот век, беше под значително влијание на институционалните инвеститори.

Во многу земји, инвестициските фондови имаат доста важна улога на пазарот на капитал. Бидејќи располагаат со голем имот тие можат да имаат значително влијание на пазарот на хартии од вредност, па така во некои земји тие се и главни фактори кои влијаат на настаните на финансиските пазари од една страна - растење и стабилизирање на пазарот на капитал, а од друга страна - предизвикување финансиска криза.

Овие институции најмногу се развиени во напредните земји, пред се во САД и Англија, и тоа, не само според имотот што го поседуваат туку и според богатата лепеза на видови на фондови, големите и разграничени канали преку кои се продаваат нивните акции и удели, како и во поглед на правилата, одделите за надгледување и организациите кои го надгледуваат и регулираат нивното делување.

Во Европа, пазарот на инвестициски фондови е исто така доста развиен, посебно во земјите членки на Европската Унија. Имајќи ги во предвид различните закони на државите-членки на Европската Унија во врска со колективното инвестирање од отворен тип, Советот на Европската Заедница донесе неколку директиви што ветува многу во обид да се обедини оваа област колку што е можно повеќе и да ја олесни прекуграничната циркулација на друштвата за колективно инвестирање од отворен тип. Правната регулатива на државите-членки на Европската Унија во врска со друштвата за колективно инвестирање забележливо се разликуваат од една до друга земја, особено што се однесува до обврските и контролите кои се воведени за тие друштва. Разликите ги прават условите за конкуренција нееднакви помеѓу овие друштва и не обезбедуваат еднаква заштита на имателите на удели, па, тргнувајќи од овие блокади националните закони со кои се регулираат друштвата за колективно инвестирање треба да бидат координирани со цел: да се приближат условите на конкуренција и да се обезбеди поефикасна и поеднообразна заштита на имателите на уделите на овие друштва кои се основаат во државите-членки на Унијата. На овој начин ќе им се олесни на друштвата за колективно инвестирање да може да ги продаваат своите удели и надвор од својата земја, во другите држави-членки, а со тоа да се дојде до европскиот пазар на капитал. Имајќи го во предвид ова, пожелно е да се воспостават заеднички основни правила за овластување, супервизија, информации кои тие мора да ги објавуваат, структура и активности на друштвата за колективно инвестирање во државите-членки. Единствен пат на остварување на ваквите цели, Европската Унија го оствари во донесување на група на директиви кои ќе бидат адаптирани од сите држави – членки.

Започнувајќи од 1985 година, таканаречените друштва за колективно инвестирање во преносливи хартии од вредност се регулирани со *УЦИТС¹ директивите* со цел да го олесни слободниот оптек на удели на друштва за колективно инвестирање во Заедницата, односно Унијата.

Хармонизирањето на македонското законодавство со законодавството на Европската Унија посебно во областа на друштвата

¹ Друштва за колективно инвестирање во преносливи хартии од вредност.

за колективно инвестирање од отворен тип придонесе за проширување на македонскиот финасиски пазар надвор од границите како би привлечло странски инвеститори и би ги задржало домашните инвеститори.

Во земјите во развој инвестициските фондови како форми на колективно инвестирање се во почеток на нивниот развој. Па, и во Република Македонија малиот и недоволно развиен пазар на хартии од вредност беше додатна пречка за појава на овој тип институционални инвеститори. Првиот закон, *Закон за инвестициони фондови*² беше донесен дури во 2000-та година и истиот воопшто не го раздвижи македонскиот финансиски систем. Донесувањето на ваков закон беше во насока за можност за основање на нови форми на колективни инвеститори, веќе одамна познати во светот, а со тоа и на збогатување на македонскиот финансиски пазар, но најверојатно поради недоволната зрелост на пазарот на капитал, слабата економска основа, ограничувањата на конкуренцијата и затвореноста на пазарот кон другите земји, како и поради недоволниот број на инвестиции (или неразумно користење на инвестициите), слабото познавање за функциите и деловното работење на фондовите и нивните продукти, како и стравот од вложување на „парите под перница“ на „малите“ инвеститори во нешто недоволно јасно и непознато создаде тешка ситуација за прогрес на овие инвеститори.

Во Република Македонија овие институции заживеаа, за жал, на самиот почеток од глобалната економска криза.

Првото искуство со фондови Република Македонија го имаше со пензиските фондови воведени како посебни форми за прибирање средства од пензиските осигуреници по задолжителна основа. Првите пензиски фондови на територијава се основаа 2005 година од друштва за управување со пензиски фондови. Во 2007 година се основаа и првите друштва за управување со инвестициски фондови, а со тоа и првите инвестициски фондови. Истата година се донесе и *Законот за изменување и дополнување на Законот за инвестиционите фондови*³ со кој закон се направи значајно дополнување со внесување и регулирање на приватните инвестициони фондови и друштвата за управување со приватните инвестициони фондови. Во 2009 година се донесе *нов Закон за инвестициски фондови*⁴ во Република Македонија, кој

² Закон за инвестициони фондови, службен весник на Република Македонија, бр.9/00

³ Закон за измена и дополнување на законот за инвестициони фондови, Службен весник на Република Македонија бр.29/07 година.

⁴ Закон за инвестициски фондови, Службен весник на Република Македонија бр.12/09 година.

Глава прва

ИНВЕСТИЦИСКИ ФОНДОВИ - општи согледувања

1. Инвестициските фондови како институционални инвеститори

Институционалните инвеститори вршат дејност во однос на „прибирање“ на средства од индивидуалните инвеститори, а потоа ги вложуваат во хартии од вредност на други емитенти и во други финансиски инструменти остварувајќи приход. Таквите инвеститори имаат значително влијание во функционирањето на пазарот на хартии од вредност и неговата активност. Се појавуваат во различни форми: банки, инвестициски компании, инвестициски трустови, инвестициски фондови, пензиски фондови, осигурителни друштва и сл. Поради големиот имот со кои располагаат овие друштва, истите се сметаат за двигатели на светскиот пазар на капитал.

Според горе кажаното, сите инвеститори може да ги поделиме на две групи :

Индивидуални– физички лица, а исто така и правни лица, за кои инвестиционата дејност е единствен или еден од основните видови дејности и

Институционални– инвеститори кои добиваат и реализираат фондовски вредности и крупни пакети, односно зделки.

„Во инвестициите, како и во повеќето останати сфери на животот, има два вида победници: оние кои уживаат во ненадеен и брз успех, и оние кои добиваат константно, година по година“.¹² И едниот и другиот начин на стекнување добивка го овозможуваат инвестициски фондови како небанкарски интермедијатори.

Инвестициските фондови, како вид на институционални инвеститори, се многу важна алка во процесот на пазарот на капитал, тоа се професионално управувани организации кои иако вложуваат по принципот на диверзификација, сепак не се имуни на ризиците со кои се соочува секој инсититуционален инвеститор на пазарот на капитал.

Инвестициските фондови се вид на финансиски институции кои претставуваат финансиски сервисери, односно *финансиски*

¹² ABA Journal/ May 1, 1988, pg 136

посредници¹³ кои инвеститорите ги користат за да се стекнат со имот на финансискиот пазар. Овој интермедијаторен процес помага за канализирање на заштедите и на т.н „мали инвеститори“ за продуктивни цели. Инвестициските фондови како финансиски посредници и професионално менаџирани организации им помагаат на индивидуалните инвеститори нивните пари да ги инвестираат на пазарот на капитал за да ги задоволат нивните инвестициски цели и да остварат профит за нивна сметка.

Институционалните инвеститори се тип на институции со професионално управување или институционална организација кои ги инвестираат своите средства или средствата кои им се доверени од други инвеститори со цел да стекнат профит.

Меѓутоа за да едно тргување се смета за институционална трговија, купопродажниот договор мора да изнесува 10.000 акции, или повеќе, а тоа е само еден мал број акции за големите инвестициски фондови. На пример, CalPERS, јавниот пензиски фонд на Калифорнија во почетокот на 1999 година инвестираше \$93 милијарди или 67% од своите средства во акции.¹⁴ Таквите инвеститори имаат значително влијание во функционирањето на пазарот на хартии од вредност и неговата активност. Бидејќи имаат многу пари (располагаат со големи имоти) да инвестираат и се ангажираат да добијат профит, институционалните инвеститори редовно тргуваат, па оттука начинот на нивното тргување има големо влијание на целокупниот пазар. Тие го прават и најголемото финансиско терминско работење, како на берзите за терминско работење така и на приватните пазари за тргување преку шалтер. Забрзаниот процес на тргување, купување на блок (лот- сноп) акции може да предизвика нагли промени на цените на акциите, драстични промени на целокупниот пазар, а со тоа и делимичен колапс на берзата.

Па оттука, слободно можеме да кажеме дека степенот на развиеност на финансиската структура на одреден финансиски пазар, го детерминира бројот и формите на институционалните инвеститори, кои зависат од земја до земја, економски виско развиена земја повлекува постоење на разни форми и структури на институционални инвеститори-учесници на пазар и обратно нискоразвиени земји или

¹³ Покрај фондовите во овој т.н тип на не-депозитарни институции спаѓаат и пензиските фондови, осигурителните компании, инвестициските банки, финансиски корпорации и друштва за здружен капитал.

¹⁴ Morris Kenneth M. , Morris Virginia M., Водич за разбирање на парите и инвестициите , Коцев и Попоска, Скопје: Комисија за хартии од вредност на Република Македонија, 2002 стр.44

земји во развој се карактеризираат со сиромашен пазар на институционални учесници. Големината на имотите со кои располагаат овие институции ги прави прилично влијателни на пазарот и можна закана за менаџментот (одборот на директори) на корпорациите. Поради големите блокови на акции кои ги купуваат во одредена компанија, институционалните инвеститори поседуваат голем процент од акциите во големите компании, а со тоа имаат можност за *право на глас при изборот на бордот на директори*. Имено, поради можноста од купувањето на голем број на акции во друштвото, т.е. склучување зделки, друштвото за управување може да стекне значајна акционерска сопственост, користејќи го таквото влијание, односно моќ на два основни начина: гласачка моќ (vote option - право на глас) и излезна моќ (exit option). Во меѓународната деловна практика се препорачува избегнување на вториот пристап со оглед на значителната големина на акционерските удели на инвестициските вложувачи, но и поради законската обврска за обезбедување балансирано портфолио.¹⁵ Па така, почитувајќи го и применувајќи го првиот начин во праксата, институционалниот вложувач може да влијае на одлуките на собранието на акционери, да предлагаат свои претставници и да влијае на одлуките на собранието при изборот на бордот на директори на компанијата.

2. Појава, почетоци и развој на инвестициските фондови

Инвестициските фондови се предмет на истражување на многу американски и англиски теоретичари, практичари и експерти бидејќи тие, всушност, и таму ја доживуваат нивната појава, ренесанса и разноликост. После многугодишна анализа на инвестициските фондови и нивната улога на финансискиот пазар многу теоретичари дадоа акцент на овие финансиски институции, посебно на отворениот тип на фондови. Така, додека актуелноста на инвестициските фондови е зголемена последниве две децении, нивните почетоци датираат векови наназад со појавата на организираното акциско тргување. Иако историчарите не се цврсто сигурни за првите почетоци на инвестициските фондови сепак овде ќе дадеме краток историски осврт за корените и потеклото на овие институционални инвеститори кои денес предизвикуваат широк јавен интерес.

Почетоци на *заедничките фондови (mutual funds)* се поврзуваат

¹⁵Коевски, Г.: Корпоративно управување, (коавторство) високошколски учебник, УКИМ, Економски факултет, Скопје, 2008, Институционални вложувачи.

почитувањето на принципите на вложувања во државите – членки на ЕУ и членките на ОЕЦД. На овој начин Република Македонија не само што исполни една од обврските кои и се зададени како предуслов за добување статус членка на ЕУ туку и го прошири пазарот на капитал на интернационално ниво и создаде погодно тло за внесување свеж странски капитал, капитал на нови странски инвестиции, и слободна флукуација на истиот на европскиот пазар на капитал.

Законот за инвестициски фондови, донесен годинава, се заснова на следниве основни начела:

- Професионално управување со вложените средства на инвеститорите;
- Диверзификација на ризикот при вложувањата;
- Поголема сигурност за инвеститорите при вложувањето во слободните парични средства и поголема контрола над друштвата за управување со инвестициските фондови и инвестициските фондови и депозитарната банка и
- Мобилизација на капитал преку прибирање на заштедите како на малите така и на големите инвеститори.

Со донесувањето на новиот Закон и неговот стапување на сила поголемиот дел од подзаконската регулатива (Правилниците) е во процедура на донесување, дополнување на веќе постоечките правилници и усогласување со новите промени имплицирани од Законот. Комисијата, треба да ги донесе предвидените прописи со Законот за инвестициски фондови во рок од една година од денот на влегувањето на сила на овој закон.⁹¹

Уште кога ќе се погледнат стариот и новиот закон за инвестициски фондови синоптично произлегуваат многу новини, промени, дополнувања, олеснувања, односно ограничувања на фондовите и задолжувања на друштвата за управувања со фондовите и поголема заштита на сопствениците на документите за удел, односно акционерите на инвестициските фондови.

На самиот почеток, се гледа разлика во називот на законот. Ако законот од 2000-та се нарекуваше Закон за инвестициони фондови, сега важечкиот закон носи назив Закон за инвестициски фондови. Ваквата лексичка промена најверојатно е направена поради директниот превод на законите од соседните републики: Србија⁹², а подоцна од Хрватска⁹³. Затоа, во согласност со Законот од 2009 година во понатамошното излагање ќе го користиме зборот „инвестициски фонд“.

⁹¹ Чл.153 ст.1 од Закон за инвестициски фондови 12/09.

⁹² Zakon o investicionim fondovima, Sluzbeni glasnik R.Srbija 46/2006.

⁹³ Zakon o investicijskim fondovima, Narodne novine R.Hrvatska 150/05 .

Во определувањето на поимот инвестициски фонд, законодавецот направил измени. Според Законот од 2000 година и измените и дополнувањата од 2007 година дава опис на тоа кои форми на организирање ги третира како инвестициони фондови: Секое физичко и правно лице кое прибира средства од инвеститори преку јавен повик за нивно колективно инвестирање во хартии од вредност, односно акции, обврзници, благајнички записи, комерцијални записи, државни записи сертификати за депозит и исправи за вложување во заеднички потфат и кои прибираат парични средства преку приватна понуда, чија цел е стекнување добивка⁹⁴. Во однос на тоа што во новиот закон го определува поимот инвестициски фонд во самиот поимник: **инвестициски фонд се здружени парични средства наменети за инвестирање, прибрани од инвеститорите преку јавен повик или приватна понуда, со кои за сметка на инвеститорите управува друштвото за управување со фондовите**⁹⁵. Според поимникот во Законот од 2009 се дефинира и поимот вложувач како сопственик на удели во отворениот инвестициски фонд, односно сопственик на акции (акционер) во затворениот инвестициски фонд⁹⁶. Со тоа што, понатаму, во законот сопствениците на удели односно акционерите претежно ги споменува како инвеститори, а не како вложувачи тоа се гледа и при дефинирањето на поимот инвестициски фонд „... прибрани од инвеститорите преку ...”. Од тука, може да се каже дека вложувачи т.е. инвеститори во инвестициските фондови и друштвата за управување со инвестициски фондови можат да бидат физички и/или правни, домашни и/или странски лица.

Со Законот за инвестициски фондови се дефинира поимот за инвестициски фонд, условите за основање на друштвата за управување со фондовите и друштвата за управување со приватните фондови, начинот на работењето на друштвото за управување, содржина на статутот на друштвото, ограничувањата и одговорноста на друштвото, трошоците на управување со фондот, условите за основање на инвестиционите фондови, видовите инвестициски фондови, го определува инвестициското работење, како и статут и проспект на фондот, содржината на финансиските извештаи на фондот, имот ограничувања и задолжувања на фондот, издавањето и продажбата на удели и акции ,откуп на удели, промоција на фондовите, понатаму го пропишува изборот и работењето на депозната банка, начинот на

⁹⁴ ЗИФ 9/00, чл.2.ст.2 и ЗИДЗИФ бр. 29/07 чл.1 ст.3.

⁹⁵ ЗИФ 12/09 чл.2.точка7.

⁹⁶ ЗИФ 12/09 чл. 2 точка 11.

вршење контрола и висината на паричните казни за извршен прекршок од друштвото за управување и од депозитната банка.

1. Поим, функција, карактеристики и организација на инвестициските фондови и институциите поврзани со инвестициските фондови

1.1. Друштва за управување со инвестициските фондови

Друштвата за управување на фондовите се неопходна институција за успешно функционирање на фондовите, всушност тие се неопходни за постоењето на фондовите воопшто бидејќи тие се единствените основачи на инвестициските фондови. Друштвата за управување со инвестициски фондови се основаат како акционерски друштва или друштва со ограничена одговорност во зависност од типот на фондот со кој управуваат (отворен, затворен или приватен). Според Законот за инвестициски фондови се прави разлика помеѓу два вида Друштва за управување на фондовите:

- Друштва за управување со отворени и затворени инвестициски фондови и
- Друштва за управување со приватни инвестициски фондови.

1.1.a Друштва за управување со отворени и затворени инвестициски фондови

Друштвата за управување со инвестициски фондовите (понатаму во текстот: Друштво или друштво за управување) се основаат како акционерски друштва и можат да бидат основани од домашни и/или странски физички и/или правни лица. Својство на правно лице стекнува во моментот кога ќе биде извршен уписот во Трговскиот регистар при Централниот регистар на Република Македонија, по претходно стекната дозвола за работа од Комисијата за хартии од вредност.⁹⁷ Друштвото за управување поднесува барање за издавање дозвола за работење до Комисијата. Кон барањето се приложува и статут на друштвото за управување, доказ за уплата на основната главнина, доказ за потекло на уплатените средства како основна главнина, деловен план за основање и работа на друштвото за

⁹⁷ Чл.9 ст.2 од ЗИФ

управување во првите три години, докази за исполнување на условите за кадровска техничка и организациона оспособеност за работа, податоци за основачите вклучувајќи и податоци за нивното учество во капиталот на други правни лица, список на поврзани лица со друштвото за управување, акт за назначување на портфолио менаџер, список на членови на управниот одбор, односно извршните членови на одборот на директори на друштвото за управување, акт за назначување на овластен ревизор кој ќе врши ревизија на финасиските извештаи на друштвото и на фондот, доказ за платен надомест за издавање дозвола за работење на друштвото, изјава за точноста, вистинитоста и законитоста на податоците кои се доставуваат до Комисијата и останата потребна документација согласно член 9.ст.3. од ЗИФ и Правилниците⁹⁸ на Комисијата за хартии од вредност. Во рок од 90 календарски дена⁹⁹ од денот на доставувањето на барањето за издавање дозвола за работење на Друштвото заедно со останатата потребната документација, Комисијата донесува решение за одобрување или одбивање на барањето¹⁰⁰. Во случај на одбивање на барањето за издавање на дозвола, Комисијата е должна да даде писмено образложение, на што незадоволната страна има право на жалба до Комисијата за решавање на жалби од областа на пазарот на хартии од вредност-како второстепен орган при КХВ во рок од 15 работни дена од денот на приемот на истото. Со оглед на фактот дека друштвата за управување се основаат како акционерски друштва, не треба посебно да се нагласува дека истите се во сопственост на акционерите, кои што пак го имаат главниот збор при донесувањето на сите одлуки во врска со работењето и деловното работење на овие друштва. Така, акционерите го назначуваат одборот на директори на друштвото за управување, кој пак

⁹⁸ Поголем дел од правилниците на Комисијата сеуште не се усогласени со новиот Закон за инвестициски фондови од 2009 година, но нивната постапка е во тек, односно во фаза на јавна расправа. „Правилник за формата и содржината на барањето за добивање на одобрение за избор на депозитарна банка“ ; „Правилник за изменување и дополнување на Правилникот за начинот и постапката за вршење контрола на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност“; „Правилник за формата, содржината, начинот на водење на Регистарот на удели во отворениот инвестициски фонд и објавување на податоците од Регистарот на удели“ донесен на 5-ти септември (Сл. Весник бр. 111/09); „Правилник за формата и содржината на проспектоот на отворен и затворен инвестициски фонд“; „Правилник за формата и содржината на скратената форма на проспектоот на отворен инвестициски фонд“.

⁹⁹ Со новиот Закон овој рок за донесување одлука на комисијата е проширен од 60 дена (чл. 44 ст.2) на 90 дена.

¹⁰⁰ Чл.10 ст.1 од ЗИФ.

од своја страна ги презема сите неопходни активности околу организацијата и управувањето, како со друштвото за управување со фондови, така и со инвестициските фондови (отворени или затворени) кои истото ги управува.

Основна дејност на друштвата за управување со инвестициските фондови е основање на инвестициските фондови, управување со имотот на инвестициските фондови, како и застапување на инвестициските фондови. Бидејќи фондовите немаат својство на правно лице, па оттука друштвото за управување настапува во свое име и за сметка на сопствениците на документите за удели на отворените фондови и во име и за сметка на акционерите на затворените фондови. Друштвото за управување е тоа кое одлучува за инвестирање на паричните средства на сопствениците на уделите/акциите во фондот, согласно инвестиционата политика на фондот определена во проспектот и статутот на фондот. Од тука, можеме и да ја орпеделиме правната природа на фондовите. Односно, единствен предмет на работење на друштвата за управување со фондовите е основање и управување со фондовите, во свое име и за сметка на сопствениците на документи за удел на отворените и приватните фондови и во име и за сметка на акционерите на затворените фондови¹⁰¹ со цел зголемување на вредноста на имотот на фондот. Што значи дека сопствениците на документите за удели му го „делегираат“ (доверуваат) правото за вршење работи за нивна сметка на друштвото за управување за определен надомест¹⁰² и сопствениците на документите за удел немаат никаво одлучувачко влијание во поглед на прашањата врзани со работењето на фондот. Релацијата: друштво за управување-инвестициски фонд-сопственици на документи за удел претставува налог без овластување за застапување, односно *договор за комисионо работење*.¹⁰³ Јавната понуда за купување на удели претставува еднострана изјава на волја од друштвото за управување, понудата се смета за прифатена со реализирање на барањето за купување на удел во фондот, но бидејќи фондот нема правен субјективитет, па во негово име тоа го прави друштвото за управување со фондови. Па оттука, друштвото за управување со целокупниот свој имот одговара за правните работи склучени во свое име и за сметка на сопствениците на уделите и одговара за штетата причинета на сопствениците на уделите

¹⁰¹ Општи одредби за Застапување чл.76-80 од ЗОО .

¹⁰² Чл. 827 од ЗОО „ Со договорот за комисион се обврзува комисионерот за надомест (провизија) да изврши од свое име и за сметка на комитентот една или повеќе работи што му ги доверува комитентот.“

¹⁰³ Закон за облигациони односи, договор за налог од чл.805-826 и договор за комисион од чл.827-845.

за делување спротивно на одредбите од ЗИФ, статутот и проспектоот на фондот.¹⁰⁴

Друштвото за управување управува со имотот на фондот за определен надомест (кој не може да изнесува повеќе од 3% од вкупната вредност на имотот на годишно ниво кога говориме за отворениот фонд)¹⁰⁵, а надместот (провизијата) е суштествена состојка на договорот за комисионо работење¹⁰⁶.

Од тука, кога се зборува за управување со отворените фондови, повеќе сме склонили да го прифатиме правното мислење дека се работи за реанимација на институтот од римското право- *fiducia cum amico*.¹⁰⁷ Тоа бил едностран договор кој можел да прерасне во двостран нееднаков договор – доколку фудицијарот бара надомест, во кој фудицијантот имал право да бара од фудицијарот стварта да ја чува, да ја употребува само до допуштените рамки и да ми ја врати неоштетена. На ваквото доверено управување со имотот и/или со дел од имотот на друго лице се гледало како на законски сопственик, а лицето кое го доверува имотот на управување во очите на правото се смета за бенифицијарен сопственик.

Кај затворениот фонд, односно кај ДУЗФ имаме поинаква ситуација, со оглед на тоа дека ДУЗФ управува во име и за сметка на акционерите на затворениот фонд, што значи дека тие би ги застапувале акционерите според закон, односно во неговото деловно работење друштвото склучува договори т.е ја спроведува инвестиционата политика на фондот во име и за сметка на акционерите на фондот заради зголемување на вредноста на имото на фондот, за определен надомест,(провизија).¹⁰⁸

Предмет на работење на друштвото за управување со инвестициските фондови е: да управува со фондот така што води инвестициона политика согласно законот; статутот на друштвото, статутот на фондот и проспектоот; управува со имотот на фондот; донесува инвестициони одлуки; врши рекламирање на фондот и продажба на удели во отворените инвестициски фондови односно акции во затворените инвестициски фондови; води евиденција за сопствениците на удели во фондот и вредноста на нивните удели за што води и регистар, врши запишување и уплата на акции кај затворениот

¹⁰⁴ Чл.26 од ЗИФ

¹⁰⁵ Чл.62 ст. 4 од ЗИФ

¹⁰⁶ Чл. 827 ст.2 од ЗОО „, комисонерот има право на надомест и кога овој не е договорен.“

¹⁰⁷ Пендовска В., Коевски Г.: Инвестициони фондови, Деловно право часопис за теорија и практика на правото, бр.1, јуни 2000, Скопје стр. 211

¹⁰⁸ Види за Застапување чл. 76-80 од ЗОО.

фонд; извршува одредени административни, книговодствени и маркетиншки работи во име на фондот, а може да врши и управување со средства за сметка на индивидуален сопственик на портфолио, како и работи на инвестиционо советување на клиенти согласно Законот. Според законот за инвестициски фондови минимален номинален износ на основната главнина на друштото за управување треба да биде 125.000 евра во денарска противвредност, по среден курс на Народна банка на Република Македонија, а во случај кога вредноста на имотот на инвестицискиот фонд, односно фондовите го надмине износот од 100.000.000 евра, главнината на друштвото за управување треба да се зголеми за најмалку 0,02% од износот за кој вредноста на имотот на инвестицискиот фонд го надминува утврдениот граничен износ, но најмногу до 10.000.000 евра.¹⁰⁹ По стариот закон, односно неговите измени и дополнувања од 2007 година, минимум основна главнина за основање на друштвото за управување изнесување 100.000 евра во денарска противвредност по среден курс на Народна банка на РМ на денот на уплатата, а доколку друштвото управува со повеќе фондови, основната главнина се зголемува за по 50.000 евра во денарска противвредност за секој нареден фонд. Законодавецот бил многу несигурен за овој вид друштва кога поставил фиксни зголемувања за секој нареден фонд не земајќи ја во предвид големината на фондот, односно фондовите со кој/кои управува Друштвото, затоа таа грешка ја исправил со поставувањето на процентуално зголемување на капиталот на Друштвото согласно зголемувањето на имотот на фондот поставувајќи лимит до 10.000.000,00 евра. Односно ваквата промена поизлегува согласно член 5а став 1 од Директивата 2001/107¹¹⁰ на Европската Унија, каде што се вели дека *надлежното тело не треба да одобри работа на менаџмент компании доколку компанијата не го исполнува иницијалниот капитал од 125.000 евра*. Основната главнина на друштвото се состои исклучиво од парични влогови. Едно е јасно, дека согласно новиот закон, оние друштвата за управување кои го немаат предвидениот законски минимум ќе треба да извршат докапитализација на својот имот до крајот на првиот месец од наредната годината¹¹¹, во спротивно, дозволата за работење издадена

¹⁰⁹ Чл.5 ст.2 од ЗИФ.

¹¹⁰ DIRECTIVE 2001/107/EC of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectuses.

¹¹¹ Чл. 149 ст.1 од ЗИФ „Друштвата за управување и инвестициските фондови кои се основани до денот на влегувањето во сила на овој закон се должни да го усогласат

од Комисијата за хартии од вредност престанува да им важи во рок од една година од денот на влегувањето на сила на овој закон.

Значи, во период на економска криза и светска рецесија, друштвата за управување ќе треба да се занимаваат со изнаоѓање додатни средства за зголемување на својата основна главнина, наместо да се фокусираат на управувањето на фондовите и одржување и зголемување на имотот на фондовите, односно остварување пораст на вредноста на уделите/акциите. Недополнувањето на основниот капитал на Друштвото, би значело престанок на постоење на Друштвото. Доколку друштвото за управување не продолжи со неговата работа, тогаш управувањето на инвестициските фондови и управувањето со портфолијата на индивидуалните клиенти кои ги вршело ова Друштво се пренесуваат на друго друштво¹¹² изричито со одлука на Комисијата.

Едно друштво за управување може да управува со повеќе инвестициски фондови.¹¹³ Законски ограничувања за бројот на фондовите со кое друштвото управува нема, единствена законска граница е во случај кога вредноста на имотот на инвестицискиот фонд, односно фондовите со кои управува Друштвото го надмине износот од 100.000.000,00 евра, главнината на Друштвото треба да се зголеми за најмалку 0,02% од износот за кој вредноста на имотот на инвестицискиот фонд го надминува утврдениот граничен износ, но најмногу до 10.000.000,00 евра.¹¹⁴

Имотот на друштвото е одвоен од имотот на фондот. Друштвото во работењето со својот имот, во правниот промет со трети лица настапува во свое име и за своја сметка, па според ова, за своите обврски одговора со целиот свој имот.

На македонскиот пазар на капитал постојат шест друштва за управување со инвестициските фондови¹¹⁵, кои друштва управуваат со девет отворени инвестициски фонда и тоа: Илирика Фонд Менаџмент управува со Илирика Југоисточна Европа и Илирика Глобал растечки пазари, Иново Статус- со Иново Статус акции, КД -со КД Брик и КД Јужен Балкан, Мој Фонд- со Мој Фонд, Сава Инвест- со Сава Растечки

своето работење со одредбите од овој закон во рок од една година од денот на неговото влегување во сила“.

¹¹² Чл.24 ст.1 од ЗИФ

¹¹³ Чл.3 ст.2 од ЗИФ.

¹¹⁴ Чл.5 ст.2 од ЗИФ .

¹¹⁵ Во оваа бројка не влегуваат друштвата за управување со приватните фондови.

и Сава Балансирачки и КБ Публикум Инвест- со КБ Публикум Балансиран.¹¹⁶

Кога станува збор за сопственичката структура на основаните друштва за управување со инвестициски фондови во Р. Македонија, генерален впечаток е дека се работи за доминантно (мнозинско) учество на странски правни лица кои се јавуваат како акционери – основачи. Ова и не би требало да зачудува, доколку се има предвид фактот дека во Република Македонија, практично како основачи и доминантни сопственици на друштвата за управување се јавуваат правни лица коишто во својата матична држава имаат основано вакви друштва за управување и инвестициски фондови (еден или повеќе) со кои управуваат. Така да во оваа смисла, тие само вршат проширување на своите деловни активности надвор од својата матична држава, што за нашата држава значи внесување свеж капитал на пазарот на капитал.

Говорејќи конкретно, од вкупно 6-те Друштва за управување, кои моментално функционираат на територијава, кај три друштва има доминантен словенечки капитал, односно истите се основани од страна на Друштва за управување со инвестициски фондови од Р. Словенија (САВА Инвест АД, ИЛИРИКА ИНВЕСТМЕНТС АД и КД фондови АД), додека КБ Публикум Инвест АД покрај словенечките вложувања има и италијански и домашен капитал од правни лица. Од друга страна, Иново Статус АД е основано со бугарски капитал, односно од друштвото за управување со фондови со седиште во Република Бугарија и неколку физички лица, државјани на Р. Бугарија и домашно правно лице. Единствено друштво кое е основано од домашен капитал е Мој Фонд АД, во чија што сопственичка структура учествуваат неколку физички лица, државјани на Р. Македонија и едно правно лице.

Табела 1

Интересно е да се истакне дека во Р. Македонија, првите друштва за управување со инвестициски фондови се основани 2007 година, односно после 7 години по донесувањето на првиот македонски Закон за инвестициони фондови од 2000 година.

*Табела 1: Приказ во проценти на сопственичкиот капитал на акционерите во постоечките друштвата за управување со отворени инвестициски фондови во Р. Македонија, 2009 година.*¹¹⁷

¹¹⁶ За да се избегнат било какви дилеми: Називите на фондовите се на македонски јазик раководејќи се по регистарот на КХВ објавен на web страна на КХВ (<http://test.sec.gov.mk/mak/fondovi.asp>).

¹¹⁷ Податоците се земени од проспектите на инвестициските фондови, поединечно за секое друштво за управување, 2009 година.

на Комисијата кој до крајот на годината треба да биде усогласен со Законот.

1.2. Друштва за управување со приватните фондови

Друштвата за управување со приватните инвестициони фондови може да се основаат како друштва со ограничена одговорност и акционерски друштва, согласно Законот за трговски друштва на Република Македонија¹²⁹. Законот како што прави разлика помеѓу фондовите така прави и јасна разлика помеѓу друштвата за управување со фондовите, па затоа и постои посебен дел во Законот, Дел III¹³⁰, со кој се регулираат исклучиво друштвото за управување со приватните фондови. Друштвото за управување со приватните фондови има единствен предмет на работење, а тоа е основање и управување со приватните фондовите во свое име и за сметка на сопствениците на документи за удели во фондот. Друштвото за управување го добива правниот субјективитет со уписот во трговскиот регистар, по претходно доставено резиме на проспекто до КХВ. Како и кај ДУОФ и ДУЗФ-Друштвата за управување со приватните фондови стекнуваат својство на правно лице со самиот упис во Трговскиот Регистар исто како и секое трговско друштво по ЗТД согласно тоа, ДУ го имаат својството да се биде титулар на права и субјект на обврски кои настануваат во текот на неговото деловно работење. Основната причина за посебно (послободно) регулирање на ДУПФ е постоењето на концептот на приватни фондови со сите свои специфики, и токму тука е разликата за посебно регулирање на овие друштва од друштвата за управување со отворени и затворени фондови. Овие друштва се основаат како друштва со ограничена одговорност (ДОО) или акционерски друштва (АД) согласно законот за трговски друштва, но и покрај тоа што се основаат како ДОО или АД за нив не важат одредбите од Закон за трговски друштва каде за ДОО потребен минимум основна главнина за основање е 5.000 евра¹³¹, се разбира истите тие во денарска противвредност по

¹²⁹ Закон за трговски друштва „Службен весник на Република Македонија“, бр. 28/04, 84/05, 25/07 и 87/08.

¹³⁰ Од чл. 31 до чл. 37 од ЗИФ

¹³¹ Чл. 172 ст.2 од ЗТД. Во однос на обврските и начинот на уплатата и внесувањето на влоговите во друштвото. Чл. 175 од ЗТД од 2004-та суштински се менува со Законот за изменување и дополнување на ЗТД од 2007 година, така што содружникот нема обврска за улаќање на влогот пред поднесувањето на пријавата за упис на

среден курс на Народна банка на Република Македонија, а за АД 50.000 евра - кога се основа сукцесивно, односно 25.000 евра – кога се основа симултано.

Кај друштвата за управување со приватните фондови, минимум потребна основна главнина е 50.000 евра во денарска протввредност според среден курс на НБРМ на денот на уплатата, а доколку едно друштво управува со повеќе фонда тогаш основната главнина на друштвото се зголемува за 25.000 евра¹³² во денарска противвредност за секој нареден фонд¹³³. Што значи дека законот дозволува, едно Друштво да може да управува со повеќе приватни фондови, како и едно Друштво да биде основано од едно лице.

Основната главина на друштвото се состои исклучиво од парични влогови. Друштвото за управување со приватните фондови нема толку ригиден третман од надзорно тело како друштвото за управување со отворените и затворените фондови, односно не е должно да бара одобренија и согласности од страна на КХВ за негово функционирање, и истото не подлежи на потребната согласност од НБРМ и одобрение за работење од КХВ што се однесуваат на депозитарната банка без кои одобренија и дозволи не би можело да се замисли постоењето и функционирањето на т.н. класични фондови.¹³⁴ Единствена обврска која ја има друштвото за управување со приватните фондови до КХВ е да достави резиме од просpektот на приватниот фонд¹³⁵ како и да управува и работи со имотот на фондот со внимание на добар стопанственик и исклучиво во интерес на сопствениците на уделите во приватниот фонд согласно одредбите на законот и статутот на приватниот фонд¹³⁶. Според ова, друштвото за управување со приватните фондови одговара за штетата причинета на сопствениците на документи за удел во приватниот фонд, за дејствување спротивно на одредбите на законот и статутот на приватниот фонд. ДУПФ за правните работи склучени во свое име и за сметка на сопствениците на документи за удел во приватниот фонд одговара со целокупниот свој имот. Имотот на друштвото е посебно издвоен од имотот на фондот и тие имоти не се мешаат туку задолжително се прикажуваат одвоено, според ова долговите на друштвото што прилегуваат од финансиските трансакции сврзани со сопствениот имот на друштвото, не можат да се

основање на друштвото во трговскиот регистар. Види чл. во 3 став1 и став 2, Службен весник на РМ 25/07.

¹³² Чл.273 ст.1 од ЗТД.

¹³³ Види чл.31.ст.2 од ЗТД.

¹³⁴ Чл. 31 ст.6 од ЗИФ

¹³⁵ Чл. 31 ст.4 од ЗИФ

¹³⁶ Чл. 33 ст.1 од ЗИФ

намируваат од средствата на фондот, од тука јасно прилегува и дека третите лица не можат од имотот на фондот да намируваат свои побарувања кон друштвото за управување. Понатаму, законската либерализација кај друштвото за управување со приватните фондови се согледува и преку тоа што истото може да стекнува удели т.е да биде сопственик на документи за удел во кој било приватен фонд со кој тоа друштво управува¹³⁷, за разлика од друштвото за управување со отворените, односно затворените фондови кое не може да стекнува удели, односно акции во инвестициските фондови со кои управува¹³⁸. Податоците за сопствениците на документите за уделите се деловна тајна, што значи направените уплати и исплати не се јавно достапни, единствен начин за тие да бидат соопштени се само врз основа на судски налог.

Ваквата поставеност на друштвото за управување со приватниот фонд и приватниот фонд, можеби дава за право да се постави некаква паралела помеѓу истите и тајното друштво, регулирано согласно ЗТД.¹³⁹ Сепак, не би можело да се каже дека станува збор за ист концепт. Во оваа смисла, треба да се истакне дека ДУПФ има правен субјективитет и своја фирма, за разлика од тајното друштво кое нема правен субјективитет и нема фирма. Од друга страна пак, самиот приватен фонд нема правен субјективитет.

Можеби најдобар начин за споредба на овие два концепта е поставувањето на целта и елементот на тајност како примарни основи за разгледување и анализа. Зборувајќи за целта, без сомнение и во едниот и во другиот случај се работи за остварување на профит, односно добивка.

Сметаме дека многу побитен аспект е елементот на тајност кај содружникот кај тајното друштво и инвеститорот кај приватниот фонд.¹⁴⁰ Во оваа смисла, основната интенција на истите е цело време да останат под превезот на тајноста на нивните идентитети. Веројатно, токму ова е клучната точка каде што се допираат двата споменати концепта.

Како и да е, треба да се нагласи дека за разлика од тајното друштво, приватниот фонд своето основање и функционирање го заснова на статутот и просpektот донесени од друштвото за управување, понатаму тоа иако нема правен субјективитет сепак има

¹³⁷ Чл. 31 ст.3 од ЗИФ

¹³⁸ Чл. 4 ст.3 од ЗИФ

¹³⁹ Види Чл. 567-578 од ЗТД - тајно друштво.

¹⁴⁰ Кај ДУПФ не би можело да стане збор за тајност од причина што податоците за основачите, односно содружниците се содржани и јавно доставни во трговскиот регистар, имајќи предвид дека истото се основа како ДОО или АД.

своја сметка и седиште (тоа е седиштето каде што се наоѓа друштвото за управување) и друштвото за управување се регистрира во трговскиот регистар. Во оваа смисла, единствената работа која што може да ја работи друштвото е основање на фонд/ фондови и управување со имотот на фондот, за разлика од дејноста на тајното друштво, која не е посебно законски ограничена, односно определена.

Без да навлегуваме во понатамошни дискусии во врска со наметнатото прашање, ќе констатираме само дека според наше мислење, се работи за различни концепти, при што централната допирна точка со тајното друштво е всушност чувањето во тајност на податоците на содружниците кај тајното друштво и на инвеститорите кај приватните фондови.

За секој приватен фонд со кој управува Друштвото изготвува посебени ревидирани финансиски извештаи и должно е да ги достави до вложувачите на приватниот фонд ревидираните финансиски извештаи за секој фонд со кој управува во рок од три месеци од усвојувањето на завршната сметка на приватниот фонд.¹⁴¹ Во оваа смисла, битно е да се нагласи дека друштвото нема обврска, наведените финансиски извештаи да ги доставува до Комисијата за хартии од вредност, како што е тоа случај со другите друштва за управување, нормирани во ЗИФ. А пак, за својата работа изготвува посебен финансиски извештај кој се одобрува на собирот на содружници или на собрание на акционери - во зависност каква трговска форма носи Друштвото.

Од претходно кажаното јасно се гледа дека имотот на Друштвото е посебен имот од имотот на фондот или фондовите со кои управува Друштвото. Во работењето со својот имот, Друштвото настапува во свое име и за своја сметка во правниот промет со трети лица. Друштвото за управување со приватните фондови со целокупниот свој имот одговара за правните работи склучени во свое име и за сметка на сопствениците на документи за удел во приватниот фонд. Едно Друштво за приватни фондови може да управува со повеќе приватни фондови. Во актот за основање на друштвото, односно договорот за друштвото или статутот во зависност од тоа која трговска форма на друштвото основачите се договориле да ја прифатат (ДОО или АД), на Друштвото за управување со приватни фондови се наведуваат сите содружници/акционери со висината на нивните влогови во основната главнина на Друштвото и времетраењето за кое постои друштвото, односно фондот. Друштвото за управување на приватниот фонд може да биде основано на неограничено време, додека, приватниот фонд се

¹⁴¹ Чл.98 ст.1 и ст.2 од ЗИФ.

основа на ограничено време, кое не може да биде помалку од осум години.

На територијата на Република Македонија постојат четиринаесет приватни фондови, раководени т.е. управувани од девет друштва за управување со приватни фондови, од кои две се регистрирани како друштва со ограничена одговорност основани од едно лице (ДООЕЛ), а останите седум се како Друштва со ограничена одговорност (ДОО), а тоа се следниве друштва : Фишер фондови ДОО управува со Фисхер АЛПХА, Фисхер ДЕЛТА, Фисхер ГАМА, Фишер ОМЕГА, Фишер ТЕТА и Нова Инвестмент ; СПМГ КАПИТАЛ ДООЕЛ управува со Small Investment fund; БАУАРТ КАПИТАЛ ИНВЕСТМЕНТС ДОО со БАУАРТ Капитал Инвестментс Фонд; Бета инвест ДОО со Бета Инвест Капитал; Еуро Капитал Инвестмент ДОО со Еуро Еквити Инвест Фонд; ПОТЕНЦА КАПИТАЛ ДООЕЛ со Потенца Глобал Инвест; Финвест ДОО со Финвест Прима; МАК АССЕТС МЕНАџМЕНТ ДОО со СЕЕ Инвест Фонд; Таурус фондови со Таурус растечки фонд.¹⁴²

За друштвата за управување со приватните фондови не се води посебен регистар, туку се евидентираат само приватните фондови, додека друштвата за управување со „ класичните „ фондови се евидентирани во Регистарот при Комисијата за хартии од вредност, како и самите отворени и затворени фондови. До сега во Р. Македонија нема регистрирано затворен фонд.

Значи, Друштвата за управување преставуваат „ посебни“ трговски друштва чие постоење е исклучиво заради основање и управување со инвестициските фондови. Друштвото единствено управува со имотите на фондовите, но не ги поседуваат.

2. Инвестициски фондови

Законот за инвестициски фондови го дефинира поимот инвестициски фонд во член 2 став 1 точка 7 „**здружени парични средства наменети за инвестирање, прибрани од инвеститори преку јавен повик или приватна понуда, со кои за сметка на инвеститорите управува друштвото за управување со фондови**“. Фондот се основа со здружување на парични средства наменети за

¹⁴² Извор: Комисија за хартии од вредност на РМ, објавените податоци т.е. регистрации на приватни фондови се на македонски јазик и како такви се објавени на официјалната web страна на КХВ, <http://test.sec.gov.mk/mak/fondovi.asp>. 2009 година.

како и други податоци релевантни за донесување одлука на инвеститорот за да пристапи или истапи од фондот.

Поради различните видови инвестициски фондови Комисијата за хартии од вредност со Правилник за содржината на Проспектот по видови инвестициони фондови¹⁹⁰ поблиску ги уредува потребните елементи на секој вид фонд.

ЗИФ исто така го применува и поимот скратен проспект. Значи, покрај целосниот проспект ДУ треба да изработи и поедноставен (скратен) проспект за потребите на отворениот фонд. Усогласувајќи го чл. 27 (1) алинеја 1 и чл. 28 ст.1 од Директивата 107/2001 на ЕУ, КХВ со правилник поблиску ја определува содржината на скратениот проспект. За разлика од ОФ кои треба да достават и целосен и скратен проспект до КХВ и истите да бидат одобрени, приватните фондови до КХВ доставуваат само скратен проспект.¹⁹¹

Глава петта

Краток осврт на фондот за пензиско и инвалидско осигурување на Република Македонија (ПИОМ), задолжителните пензиски фондови и јавниот здравствен фонд

Употребувајќи го поимот „фонд“ можеби првата асоцијација од поголемиот број на пошироката, нестручна, јавност би ги асоциирал на пензиските фондови кои се воведоа после радикалните пензиски реформи во Републикава и за многумина беа тешко прифатливи. Меѓутоа, за да ги објасните пензиските фондови како инвестициски фондови од отворен тип, најпрво два-три збора за државниот пензиски фонд.

Вложувачи во ПИОМ се осигурениците со задолжително пензиско и инвалидско осигурување.¹⁹² Во процесот на приватизација, согласно законските одредби Фондот за ПИОМ се стекнуваше со по 15% акции, односно удели од вкупната вредност на издадените акции,

¹⁹⁰ Правилник за содржината на проспектот по видови инвестициони фондови, Комисија за хартии од вредност на Р. Македонија, 16.10.2000 година

¹⁹¹ Види чл.54 ст.3 и ст.4 и чл.31.ст.4 од ЗИФ

¹⁹² Кој се може да биде осигуреник види чл12-15 од Закон за ПИО

односно удели од секое претпријатие во општествена сопственост, кое се трансформираше, односно дотрансформираше во Република Македонија. Врз оваа основа, фондот за ПИОМ се стекна со едно фантастично моќно и големо портфолио, составено од приоритетни акции на трансформирани и приватизирани општествени претпријатија, кои по трансформацијата станаа (во најголем дел) акционерски друштва.

Притоа, единствената активност на државниот пензиски фонд беше насочена кон едноставна продажба на вака стекнатите приоритетни акции, кои по продажбата, согласно законската регулатива, стануваа (се трансформираа) во обични акции на купувачите. Се разбира акциите на поатрактивните компании се продаваа многу полесно, па така да и ден денес портфолиото на ПИОМ е составено од акции на понеатрактивни друштва.

Значи единствениот принос на ПИОМ беше од продажбата на овие акции, како и од евентуалната исплата на дивиденда од акциите кои ги немаат продадено. Во ваква ситуација, воопшто не може да стане збор за некаква инвестициска активност на фондот на ПИОМ, преку која што истиот би станал посериозен “играч” и инвеститор на пазарот на хартии од вредност, со крајна цел, постигнување на дополнителна заработка и подобри финансиски резултати, кои и тоа како се потребни на ПИОМ, особено во последниот период.

Во оваа смисла, интересно е да се спомене дека државниот пензиски фонд, спротивно на приватните пензиски фондови, воопшто не функционира како инвестициски фонд. Едноставно, делот од пензиските придонеси кој се слева во државниот фонд, практично не се инвестира никаде. Веројатно единствениот (каков-таков) дополнителен принос што го има овој фонд е по основ на камати кои ги добива од банките (веројатно по видување). И тука завршува се. Вака прибраните пари од придонеси, се трошат веднаш за исплата на постоечките пензионери, со што веројатно не останува простор за некакви други аранжмани на државниот фонд. Во врска со ова, сметаме дека вреди да се размисли да се направат одредени промени во регулативата со кои би му се овозможиле поактивен пристап на овој фонд на пазарот на капитал каде што (слично како и приватните пензиски фондови) би инвестирал дел од своите средства. Користа би била двојна. Познато е дека и во овој фонд на месечно ниво се прибираат огромни средства, кои доколку дел од нив би биле вложени на берзата, би предизвикале позитивни поместувања на пазарот на хартии од вредност. Другата корист е тоа што осигуренците би можеле да се надеваат на евентуален повисок принос, што во крајна линија би довело до повисоки пензии. Со други зборови и државниот фонд би можел да функционира во

одредена мера како и приватните пензиски фондови, односно како инвестициски фонд.

Зголемувањето на бројот на „старото“ на населението кое е во работен однос во однос на младото население кое претежно е издржувано население и правопрпорцијалниот систем на исплата на пензиските средства, односно остварувањето на правата од пензиското и инвалидското осигурување врз основа на генерациска солидарност водеше кон создавање голема финасиска дупка во пензискиот систем во Република Македонија. Затоа воведувањето на пензиските реформи (втор - задолжителен и третиот- доброволен пензиски столб) беа повеќе од неопходни, а причина повеќе беше и обезбедувањето на социјална сигурност на граѓаните.

Воведувањето на пензиските реформи овозможија појава на конкуретни на државниот пензиски фонд и одлив на средствата од пензискиот фонд во приватните пензиски фондови. Што значи тоа? Наместо 19% од бруто платата на осигурениците да се уплаќаат во ПИОМ – првиот столб, со пензиските реформи, 12,35% се насочени во првиот столб, а 6,65% се уплаќаат на индивидуални сметки на задолжителните осигуреници во вториот задолжителен столб-приватните пензиски фондови. Така осигуреникот кој е член на двата столба ќе добива пензија од два извора.

Пензиските фондови се активни учесници на берзите и претставуваат еден од клучните фактори за развојот на пазарите на капитал. Како институционални инвеститори претставуваат форма на штедење на вработените кои одделуваат (задолжително или доброволно во зависност од законските прописи една држава) дел од своите лични примања во фондот кој го избираат по своја волја, а по завршувањето на работниот век овие средства им се исплаќаат во форма на пензија (ануитетски или програмски). Управувани од друштвата за управување со пензиски фондови прибраните средства пензиските фондови ги вложуваат на пазарите на капитал, го оплодуваат почетниот капитал и остваруваат профит, од кој се намируваат пензиските примања на вложувачите. Најголемиот дел од средствата пензиските фондови го пласираат во хартии од вредност на официјалните пазари на берзите. Структурата на вложувањата на пензиските фондови зависи од законските прописи и во нив предвидените ограничувања во вложувањата на средствата на фондот. За сите пензиски фондови е карактеристично што имаа законска обврска да водат неризична

политика на инвестирање и имаат висок степен на државна заштита¹⁹³. Степенот на ризичност е поизразен во земјите со развиен пазар на капитал, отколку во земјите во развој. Оттука последниве повеќе вложуваат во помалу ризични финансиски инструменти како што се обврзниците.

Експанзијата на пензиските фондови е особено изразена во САД и Велика Британија, Јапонија и Холандија кои многу порано извршиле темелни реформи во пензискиот систем. Слични тенденции се присутни и кај земјите во транзиција. Реформите во пензискиот систем не ја одминаа ни нашата земја, па така дотогашното задолжително пензиско и инвалидско осигурување (прв столб) засновано според принципот на тековно финансирање (pay as you go) беше доплонет со задолжително капитално пензиско осигурување (втор столб)¹⁹⁴ и доброволно пензиско осигурување на капитално финансирана основа (третиот столб)¹⁹⁵.

На 8.04.2005 година во Скопје беа доделени првите две дозволи за основање на друштва за управување со пензиските фондови и одобренија за управување со фондовите со управување на пензиски фондови од страна на Агенцијата за супервизија на капитално финансирано пензиско осигурување¹⁹⁶. Основачите на овие друштва кои имаат 51% од основачкиот капитал мора да се банки, осигурителни друштва или други финансиски институции. Тие добиваат дозвола за работа од Агенција за супервизија. Задачата на овие друштва е да ги инвестираат средства на пензиските фондови со цел да ја зголемат нивната вредност.

Воведувањето на новиот пензиски систем во Р. Македонија имаше неколку цели: обезбедување на долгорочна сигурност и стабилност на системот за пензиско и инвалидско осигурување на сите генерации осигуреници, влијание на зголемувањето на штедењето на населението и тоа на долг рок, инвестирање на уплатените средства во македонската економија што ќе резултира со забрзување на економскиот раст во Македонија (со исклучок на почетните години

¹⁹³ Одговорноста на чување на средствата во првите пет години е НБРМ, а понатаму како банка чувар може да се јави било која деловна банка на територијава која има добиено дозвола од НБРМ за вршење таква активност.

¹⁹⁴ Закон за задолжително капитално финансирано пензиско осигурување, сл. Весник на Р. Македонија бр.29 од 07.05.2002 година, измени и дополнувања: 85/2003, 40/2004, 113/2005, 29/2007 и 88/2008 и исправка на измени и дополнувања 81/09.

¹⁹⁵ Закон за доброволно капитално финансирано пензиско осигурување, сл. Весник на Р. Македонија бр.7 од 15.01.2008 година.

¹⁹⁶ Извор :

<http://www.mapas.gov.mk/?ItemID=293FC9EFCDD38A1419B5826A6B3BB56E0>

кога поголемиот дел од средствата се користат за купување на долгорочни државни хартии од вредност за да се финансира транзициониот дефицит) и развој на домашниот пазар на капитал. Двата пензиски фонда во Р. Македонија се основани како отворени фонда во согласно со Законот за инвестициони фондови¹⁹⁷, доколку со Законот за задолжително капитално финансирано пензиско осигурување поинаку не е уредено. Пензискиот фонд го сочинуваат средствата од придонесите на задолжителните членови на тој фонд кои работодавецот ги уплаќа по основ плата и надоместоци од плата и приносите од инвестираните придонеси. Сопственици на пензискиот фонд се неговите членови, кои доброволно си го избираат членувањето во некој од фондовите, кои врз основа на уплатите од придонесите добиваат сопствена индивидуална сметка во која имаат увид за состојбата на истата¹⁹⁸. Пензискиот фонд го основа друштвото за управување со пензиски фондови и истото го управува и застапува пред трети лица, бидејќи самиот фонд нема својство на правно лице, тој претставува отворен тип на фонд (mutual fund) чие основање, функционирање, прибирање средства, чување на средствата на фондот и контролата над ДУ е сосема различна (како што можевме да видиме од погоре изложеното) од она кај „класичните фондови“. Во оваа смисла, „класичните“ отворени инвестициски фондови, своите средства за инвестирање ги прибираат по пат на јавен повик упатен до широка јавност, додека пензиските фондови, средствата ги прибираат од страна на пензиските осигуреници, на кои секој месец работодавецот им уплаќа дел од нивниот придонес за пензиско осигурување. По оваа основа, во приватните пензиски фондови (насекаде во светот, па и кај нас) се кумулираат огромни суми на парични средства, кои овие треба да ги инвестираат, согласно нивната инвестициска политика. Се разбира, кога станува збор за инвестирање, најчесто се мисли на пазарот на хартии од вредност. Аналогно на ова, треба да се има во предвид дека приватните пензиски фондови се едни од најмоќните берзански инвеститори и „играчи“ насекаде во светот. Вредноста на нивните портфолија, најчесто е за многупати поголема од „класичните“ отворени инв. фондови. Приватните пензиски фондови можат да одиграат клучна улога во динамизирањето на пазарите на капитал, и истите тоа го прават. честопати, од нивната инвестициска стратегија зависи дали одредена берза ќе бележи пораст или пад, дали ќе биде атрактивна или пак не за широкиот круг на инвеститори. Имајќи го

¹⁹⁷Сл. Весник на Р. Македонија, бр.9 од 10.02.2000 година – вон сила.

¹⁹⁸ Според извештајот на Агенсијата за супервизија на капитално финансирано пензиско осигурување за 2007 година, Агенсијата се грижи за 162.653 членови на приватните пензиски фондови во вредност од над 50 милијони евра.

предвид наведеното, се наметнува прашањето дали ова важи и за приватните пензиски фондови во РМ. Без некакви посебни анализи, слободно може да се констатира дека за жал, одговорот на ова прашање е негативен. Имено, не е спорно дека и двата приватни пензиски фонда (од вториот столб) кои се присутни кај нас, поседуваат имот (големина, актива) која во секој поглед ги надминува останатите отворени инв. фондови. Меѓутоа, во нашиот случај се покажа дека нивната работа и инвестирање воопшто не придонесоа за развој и динамизирање на домашниот пазар на хартии од вредност. Според нас, главната причина за такво нешто е нивната т.н. пасивна инвестициска, која за жал во огромна мера е предизвикана од ограничувачкото домашно законодавство. Практично со Закон за задолжително капитално финансирано пензиско осигурување како и со подзаконските акти донесени од МАПАС и останатите релевантни институции, постои широк спектар на ограничувања за инвестирање на приватните пензиски фондови. За среќа, дозволено е овие фондови да вложуваат на странски берзи (и тие тоа го прават) но сепак во строго ограничен и пропишан број на земји. Можеби би можело да се најде оправдание за ваквиот став на државата, со оглед на тоа што се работи за пензии и пари на осигуреници кои се надеваат дека ќе го добијат посакуваниот принос кога ќе заминат во пензија, па тука се согледува и потребата државата да обезбедува некаква сигурност во врска со тоа. Сепак, наш став е дека ваквите законски ограничувања, треба да бидат пофлексибилни за да нашите фондови тргнат малку похрабро во инвестирање, со што во крајна линија би оствариле повисоки годишни приноси, за нивно добро, но пред се за доброто на пензиските осигуреници.

Во смисла на горе кажаното за државниот пензиски фонд, не можеме да не споменеме некоја реч и за Јавниот здравствен фонд кој исто така претставува, односно може да претставува моќно финансиско оружје на пазарот на капитал. `Вложувачи` во фондот се сите лица на кои им е утврдено својството осигуреник согласно Законот за здравствено осигурување¹⁹⁹. Имено, според сегашната регулатива 7,5 % од бруто платата на здравствените осигуреници се уплаќа на сметка на фондот за здравство кога говориме за задолжителното здравствено

¹⁹⁹ Закон за здравствено осигурување, Службен весник на Република Македонија, 25/2000, Измена и дополнувања на Законот за здравствено осигурување, службени весници: 96/2000, 31/2003, 84/2005, 119/05- пречистен текст, 37/2006, 18/2007, 36/2007, 82/2008, 98/2008 и 6/2009, 67/2009.

осигурување.²⁰⁰ Значи, Фондот за здравствено осигурување на РМ врши дејност од јавен интерес има својство на правно лице и располага со голем имот поради што и може да се јави како моќен играч на македонскиот пазар на капитал.

²⁰⁰ Доброволно здравствено осигурување можат да спроведуваат друштва за осигурување основани според прописите за осигурување, Закон за здравствено осигурување

РЕЦЕНЗИИ ЗА ТРУДОТ

Ми причинува задоволство што сум рецензент на монографијата „*Инвестициски фондови- правни аспекти*“, која претставува првата научна монографија на авторката м-р Кристина Мишева. Станува збор за интересна и актуелна тема, солидно изработена, која допрва добива на значење на пазарот на хартии од вредност во Република Македонија.

Монографијата „*Инвестициски фондови- правни аспекти*“, претставува публикација на нејзин магистерски труд „*Инвестициски фондови –прави аспекти*“, труд кој преставуваше новина во лепезата одбранети магистерски трудови на Правниот факултет “Јустинијан I” - Скопје од областа на последипломските студии по деловно право.

Делото е структурирано во пет глави кои обработуваат засебни делови создавајќи една компактна целина.

Во *првиот дел* инвестициските фондови се определени како тип на институционални инвеститори и се прави краток историски осврт за појавата, почетоките и развојот на фондовите воопшто во светот.

Во *вториот дел* поимно се определени фондовите како вид на институции, определни се основните типови (отворени, затворени и приватни) фондови и останатите видови фондови во светот, понатаму, позитивните и негативните страни од вложувањата на фондовите и нивната оправданост и даден е краток осврт на америчката и европската регулатива која се однесува на друштвата за колективно инвестирање од отворен тип.

Во *третиот дел* се дава краток осврт на Директивите (Упатствата) на Европската Унија кои се однесуваат на Друштвата за колективно инвестирање во преносливи хартии од вредност (ДКИПХВ) и нивното значење за европскиот финансиски пазар и мислењата од засегнатите учесници и препораките од Комисијата до Европската Унија за овој тип финансиски институции. Потребата од ова објаснување, кај авторката, произлегло како неопходно дополнување за да може читателот да има појасна претстава не само за значењето и влијанието на овие друштва туку и објаснување на потребата за донесувањето на новиот Законот за инвестициски фондови во Република Македонија.

Во *четвртиот дел* во трудот се однесува на инвестициските фондови во Македонија, односно начинот на основање на друштвата за управување со инвестициските фондови, видовите инвестициски фондови според законите за инвестициски фондови (Законот за инвестициони фондови од 2000-та година-вон сила и Законот за инвестициски фондови од 2009-та година), основните акти на

фондовите (статут, проспект на фондот), начинот на регистрирање на фондовите и улогата на другите поврзани субјекти со инвестициските фондови (депозитарна банка, Комисија за хартии од вредност). Законот за инвестициски фондови од 2009 година претставува еден показател за подготвеноста на македонскиот финансиски пазар за нови финансиски учесници кои ќе овозможат акумулирање на слободниот домашен и странски капитал, доследно усогласување на релевантните Европски директиви со националното право и покрај тоа што не сме држава-членка на Унијата, а преку контролата над друштва за управување со инвестициските фондови и заштита на инвеститорите кои вложуваат во инвестициските фондови ќе се покаже подготвеноста на македонскиот финансиски пазар за овие нови интермедијарни институционални инвеститори.

Во последниот, *петтиот дел* е даден краток осврт на институциите кои неминовно произлегоа од реформите во пензискиот систем во Република Македонија (реконструирање на Фонд за пензиско и инвалидско осигурување, појава на првите приватни пензиски фондови) како и потребата од реформите во здравствениот систем на Република Македонија.

Во текот на изработката на труд покрај општите методи користени се и посебно правните методи: *исторископравниот метод* заради анализата на законите, актите документите и други текстови со кои се регулираат инвестициските фондови на глобално и национално ниво, а ги користела Мишева; *споредбеноправниот метод* заради компарирање на домашното право во рамките на регулативата вон сила и важечката регулатива и споредување на домашното право со правната регулатива на соседните земји, државите-членки на Европската унија и САД, *аналитичко-синтетички метод* преку кој метод се сублимирани анализите на меѓународните правни прописи и националното право, статутите и проспектите на фондовите и *деонтолошкиот метод* кој преку кој метод е се осознавани субјективните и објективните околности кои бараат усогласување на правото со брзата експанзија и динамика на овие финансиски институции со нивниот фактички тек.

Македонската правната литература е дифицитарна со оваа предметна материја, па истата има потреба од трудови, коментари, забелешки, ставови и мислења. Монографијата „*Инвестициски фондови– правни аспекти*“ претставува системски и добро конципиран труд кој ги третира, пред се, основните институти кои се однесуваат на инвестициските фондови и според тоа разбирливо е многумина од читателите да сакаат да ги прошират и надополнат истите, воедно, отварајќи нови поглавја, прашања и дилеми.

Затоа, со големо задоволство го поздравувам објавувањето на монографијата „Инвестициски фондови- правни аспекти“ од м-р Кристина Мишева, бидејќи истиот претставува исклучително солиден самостоен труд, изработен со посветеност и амбиција.

Проф. д-р Весна Пендовска

Ми причинува особено задоволство да напишам рецензија за објавувањето на монографијата „Инвестициски фондови- правни аспекти“ од две причини: првата бидејќи претставува квалитетно изработен труд и втората, поради фактот што се работи за труд со тема која на македонскиот пазар на капитал допрва ќе добива на значење.

Авторката, м-р Кристина Мишева, ја забележав уште како студент на постдипломските студии по деловно право на Правниот факултет „Јустинијан Први“, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ во Скопје, а објавувањето на оваа монографија претставува, досега, нејзин најзначаен научен придонес и истата претставува публикација на нејзиниот истоимен магистерски труд „*Инвестициски фондови –прави аспекти*“.

Како професор и ментор при изработката на магистерскиот труд, ја поздравувам идејата за објавување на оваа монографија, со оглед што магистерскиот труд резултираше со мошне важни и научно фундирани заклучоци, со оглед што темата на истражување е недоволно проучена од научната и стручната јавност кај нас, не само од правен, туку и од економски аспект.

Трудот е систематизиран во пет глави, придружен со објаснување на кратенки користени во текстот, поимник на специфични термини од странско потекло и прилози, понатаму има солиден опус на библиографски единици од домашно и странско потекло (книги, директиви на Европска Унија, законски и подзаконски правни акти од домашно позитивно право, публикации, статии, научни и стручни трудови итн.)

Она што особено го привлекува вниманието на оваа монографија е фактот што м-р Мишева успеала да направи квалитетна анализа и елаборација на материјата што ја обработува и да укаже на спецификите што ги карактеризираат инвестициските фондови како институции. Авторката, со право, укажува на важноста на инвестициските фондови како вид на институционални инвеститори и неизбежни играчи кои битно влијаат на развојот и ликвидноста на пазарот на капитал, не само во Европската Унија, туку и на глобално, светско, ниво.

Во трудот се наведуваат и новините поврзани со работењето на инвестициските фондови кои произлегоа од усвојувањето на новиот Закон за инвестициски фондови од 2009 година. Понатаму, се укажува на тоа колку се развиени односно неразвиени овие нефинансиски институции на нашиот пазар, кои се спецификите при основањето на инвестициските фондови одделно по типови и споредбено со претходниот Закон за инвестициски фондови, понатаму, како да се заштитат инвеститорите кои вложуваат во фондовите, кој е нивниот правен статус, односно каква е релацијата друштво за управување – фонд - вложувачи.

Авторката посветува посебна глава на содржината и целите на основните европски директиви кои се однесуваат на друштвата за колективно инвестирање во преносливи хартии од вредност (*УЦИТС директивите*), како истите влијаат на националните правни акти и како друштвата за управување со отворените инвестициски фондови успеваат да опстанат на мал пазар на капитал каков што е македонскиот. Понатаму, се наведуваат идните проекции на Европската унија за овој тип на институции и засилување на регулативата и супервизијата на инвестициските фондови.

Преку извршените теренски анализи и истражувања м-р Мишева успеала да направи компарација помеѓу постоечките фондови и нивното вкупно влијание на пазарот на капитал. Понатаму, се укажува до кој степен е усогласена подзаконската регулатива и кои се основните акти на фондовите и на друштвата.

Во последниот дел на трудот, даден е краток осврт на останатите типови на институционални инвеститори кои се актуелни на македонскиот пазар, навидум слични на инвестициските фондови (задолжителните пензиски фондови, јавниот фонд за пензиско осигурување и фондот за здравствено осигурување).

Инвестициските фондови се определни како субјекти кои се двигатели на економијата во високоразвиените држави, од една, но се укажува на моменталната состојба на пазарот за харитии од вредност која е повеќе од загрижувачка, од друга страна. Во Република Македонија фондовската мрежа за инвестирање не успеа да го заземе потребното место, па авторката укажува на неколку фактори кои влијаеле за недоволната развиеност на овој сегмент на националниот пазар на капитал. Како еден од факторите за ваквата состојба се укажува на слабата едуцираност и недоволното знаење за инвестициските фондови како институции за прибирање средства со професионално управување, како и стравот и несигурноста од нешто ново и малку познато.

Како резултат на извршените анализи и заземени ставови, авторката Кристина Мишева отвора некои нови прашања и дилеми за инвестициските фондови, а и за македонскиот пазар на капитал, воопшто. Со ова само се потврдува фактот дека инвестициските фондови се карактеризираат со комплексна правно-економска природа и затоа нивната недоволната афирмираност оди на штета како на индивидуалните, така и на странските вложувачи, било да се физички или правни лица.

Мишева укажува на неопходноста од следење на европските текови кои ја регулираат предметната материја и хармонизација на домашното право со правото на Европската Унија, особено на регулативата која се однесува на друштвата за колективно инвестирање во преносливи хартии од вредност, со цел унифицирање на пазарот на капитал, пружање услуги и производи надвор од националните граници.

Монографијата *„Инвестициски фондови – правни аспекти“* претставува оригинален труд кој третира актуелна, значајна и суптилна тема за македонскиот пазар на капитал, претставувајќи ја авторката како вреден и квалитетен истражувач на полето на финансовото право и правото на хартии од вредност.

Затоа, имам чест да го поздравам објавувањето на монографијата *„Инвестициски фондови- правни аспекти“* од м-р Кристина Мишева, бидејќи истиот претставува солидно изработен самостоен труд, што со оглед на значењето на темата, како и значајните резултати од анализата на материјата сметам дека ќе ја разбуди љубопитноста кај читателот желен за нови сознанија од материјата на индустријата за издавање и тргување со хартии од вредност.

Проф. д-р Горан Коевски