

Elementi poslovne etike u financijskom sektoru s naglaskom na investicijske fondove

Jurica Vukas*, Igor Gvozdanović**, Borna Jalšenjak***

Sažetak

U članku autori pregledno opisuju etičke probleme u financijskom sektoru. Nakon početnog razlaganja etičkih kodeksa iz financijskih sektora, uvjet poštenja je identificiran kao jedan od ključnih čimbenika uspjeha na slobodnom tržištu, a podrazumijeva i odgovarajuće informiranje korisnika o uspješnosti poslovanja. Unutar financijskih sektora naglasak je stavljen na sektor financijskih usluga, tj. investicijskih fondova u Hrvatskoj. Uz zakonima propisane uvjete o primjerenom informiranju korisnika investicijskih fondova, ističu se i etički uvjeti informiranja ulagača o rizicima koje ti fondovi preuzimaju, koji iako nisu zakonski, ipak su uvjet društvene odgovornosti fondova prema ulagačima. Taj zahtjev fondovi u Hrvatskoj ispunjavaju rijetko.

Ključne riječi: etički kodeksi, financije, investicijski fondovi, izvještavanje, korporacijska društvena odgovornost, poslovna etika

Uvod

Iako financijska aktivnost prožima cjelokupan život, postoji malo tekstova koji se bave etičkim temama iz tog područja. Bavljenje bilo kojom djelatnošću se može podijeliti na akademsku i na praktičnu razinu. Naime možemo se baviti nečim na određenoj »akademskoj« razini bez puno (a često i bez ikakvog) doticaja s praksom i na praktičnoj razini koja nema previše dodira s akademskim djelovanjem. Kad se to primijeni na financijski sektor i etička pitanja, ispada da se većina financijskih stručnjaka jednostavno ne bavi etičkim pitanjima jer — koliko god zvučalo pojednostavljeno — nisu za to obrazovani. Uostalom, prevladava i mišljenje da je

* Mr. sc. Jurica Vukas, Zagrebačka škola ekonomije i managementa. Adresa: Jordanovac 110, 10000 Zagreb, Hrvatska. E-pošta: jvukas@zsem.hr

** Igor Gvozdanović, MBA, Zagrebačka škola ekonomije i managementa. Adresa: Jordanovac 110, 10 000 Zagreb, Hrvatska. E-pošta: igvozdan@zsem.hr

*** Borna Jalšenjak, mag. phil., Zagrebačka škola ekonomije i managementa i Filozofski fakultet Družbe Isusove u Zagrebu. Adresa: Jordanovac 110, 10 000 Zagreb, Hrvatska. E-pošta: bjalsen@zsem.hr

postavljanje etičkih i zakonskih okvira posao zakonodavaca i etičara, a ne pojedinaца koji se praktično bave spomenutim poslom. Naravno, nitko ne traži od pojedinaca koji se nisu specijalizirali u zakonodavstvu ili u etičkim promišljanjima da budu jedini odgovorni za postavljanje normi, ali njihova uloga i doprinos bi svakako trebali biti nezamjenjivi.¹ Također, nije dovoljno reći da su etički ispravna djelovanja sadržana u isključivo zakonskim odredbama, zbog toga što — a to je i dobro poznato — zakoni ne mogu regulirati svaki aspekt nekog djelovanja, a ukoliko je nešto zakonito, ne znači odmah da je i moralno ispravno.

Slično kao i kod financijskih stručnjaka i etike, etičari se pak često ne bave područjem financija jer o tome znaju vrlo malo, čak premalo da bi razumjeli svakodnevne procese koji se ovdje odvijaju. Skupina ljudi koja bi se mogla nazvati poslovnim etičarima nalazi se negdje na razmeđu, ali još uvijek, barem u Hrvatskoj, postoji vrlo malen broj ljudi koji bi se bavili etičkim pitanjima koja se susreću u području financija².

U ovom tekstu uz etičke kodekse u financijskom sektoru i uvjet poštenja bit će riječi i o pitanju društvene odgovornosti investicijskih fondova koji se, kako će uskoro biti naznačeno, u financijskom sektoru smještaju u područje financijskih usluga. Kroz tekst ćemo na slučaju investicijskih fondova, upotrebom epistemološke teorije pouzdanosti, pokušati pokazati kako se oni u svome odnošenju prema krajnjim korisnicima ne odnose društveno odgovorno u mjeri koja bi se očekivala³.

Prije početka potrebno je pozabaviti se i još jednom zanimljivom predrasudom koja se tiče etike i financija. Većina ljudi će reći da etika i financije nemaju ništa zajedničko. Uistinu, ukoliko pogledamo nedavne događaje vezane uz financijsku krizu, takvo mišljenje se itekako nameće. No također, upravo nedavni događaji šalju izravnu poruku o potrebi povećavanja nadzora nad poslovanjem tvrtki i propitivanja danas toliko prisutnog mišljenja da je jedina (moralna) odgovornost tvrtki stvaranje profita svojim dioničarima uz pridržavanje zakonskih okvira koji reguliraju poslovanje u nekoj državi. Zbog toga potreba za povećanim nadzorom nad poslovanjem i povećanjem istraživanja etičkog okvira poslovanja u financijskom sektoru postaje neizbježna.

1. Sektor financija

S obzirom na to da je u filozofskoj zajednici financijski sektor poprilično nepoznat, nije naodmet spomenuti od čega se zapravo on sastoji. Tako se financije

- 1 Ukoliko bismo prihvatili stajalište da profesionalci nemaju ništa sa stvaranjem normi, tada bismo morali prihvatiti i primjerice da se u medicini uopće ne uzimaju u obzir mišljenja liječnika, to jest profesionalaca, kada se razmatraju određena pitanja koja se mogu okarakterizirati kao etička. Naravno, malo tko bi danas pristao na tako nešto.
- 2 Čisto kao ilustraciju možemo spomenuti da ukoliko se u Portal znanstvenih časopisa Republike Hrvatske — Hrčak upišu u pretraživač ključne riječi »etika i financije«, dobije se samo jedan rezultat. Takvo stanje je vrlo zabrinjavajuće uzevši u obzir važnost i sveprisutnost financijskog sektora u svakom segmentu života.
- 3 Iako ispunjavaju zakonske okvire poslovanja.

moгу ugrubo definirati kao »stvaranje, dodjeljivanje i upravljanje novčanim resursima«⁴. A kao glavne teme u tako definiranom financijskom sektoru mogu se navesti: osobne financije (kako pojedinci štede, ulažu i posuđuju novac), korporativne financije (kako poslovni subjekti stvaraju kapital i kako ga optimalno koriste) i javne financije (kako vlada stvara prihod kroz oporezivanje i kako ga troši pružajući usluge građanima).

Svako od spomenutih djelovanja je potpomognuto ili provedeno pomoću raznih financijskih tržišta i institucija, poput primjerice osiguravajućih društava, investicijskih banaka ili pak investicijskih fondova. U skladu s rečenim područje etike u financijskom sektoru se može podijeliti na: financijsku teoriju, financijska tržišta, financijske usluge (o kojima je u tekstu i riječ) i upravljanje financijama.⁵ U svakom od spomenutih područja etika se bavi moralnim pitanjima na koje se nailazi.

1.1 Etičke teme u financijskom sektoru (izbor)

Etički kodeksi su jedan od načina na koji se mogu formalizirati očekivanja od pojedinaca koji rade u određenoj profesiji. Tako primjerice etičke kodekse imaju zaposlenici u zdravstvu, u prosvjeti, u novinarstvu i naravno u većini ostalih ljudskih djelatnosti. Etički kodeksi sačinjavaju fond smjernica za ponašanje profesionalaca u svakoj djelatnosti i zbog toga su važan početak istraživanja o društvenoj odgovornosti bilo koje profesije.⁶

Analizom etičkih kodeksa autori Julie A. Ragatz, voditeljica centra za poslovnu etiku financijskih usluga American Collega i Ronald F. Duska, profesor s iste institucije, izdvojili su sedam principa⁷. Ti principi su sljedeći: integritet, objektivnost, stručnost, poštenje, povjerenje, profesionalizam i budnost (*diligence*). Navedeni principi se spominju u gotovo svim proučavanim etičkim kodeksima i smjernice koje oni postavljaju odgovaraju stvarnim očekivanjima korisnika kako bi se zaposlenici u financijskom sektoru trebali ponašati.

Ukratko bi se o svakome od navedenih principa, slijedeći Ragatz i Dusku, moglo reći sljedeće: integritet, koliko god mu bilo teško precizno odrediti značenje, posjeduje ona osoba kod koje ne postoji jaz između onoga što govori i njezina

4 Boatright, J. R., »Ethics in finance« u: Boatright, J. R., (ur.), 2010, *Finance ethics. Critical issues in theory and practice*, JohnWiley & Sons, Inc, New Jersey, 3.

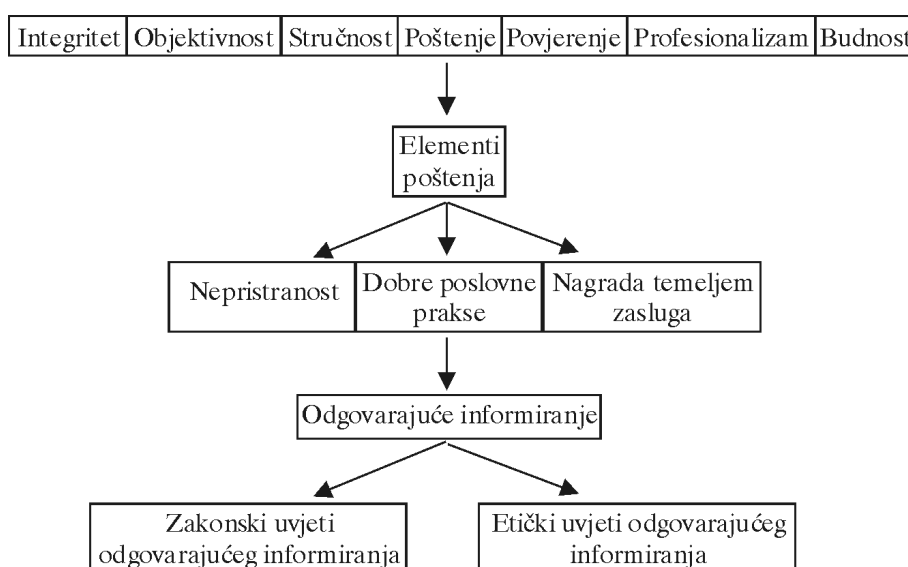
5 Usp. Isto, 3–4.

6 Ovom prilikom nije toliko bitno razrađivati probleme koji se pojavljuju prilikom bilo kojeg razmatranja etičkih kodeksa, poput njihove neprimjenjivosti, marketinške, a ne normativne prirode i tome slično. Također, iako se etički kodeksi tiču u većoj mjeri pojedinaca zaposlenih u određenoj djelatnosti, a manje društvene odgovornosti tvrtke prema njezinim interesnim dionicima, kroz ovaj tekst to se također neće naglašavati jer smatramo da ono što je formalizirano u kodeksima i što bi načelno trebalo usmjeravati zaposlenike u velikoj mjeri određuje i postupanje dotične tvrtke prema primjerice njezinim potrošačima, tj. prema njezinim interesnim dionicima.

7 Usp. Ragatz, J. A., Duska, D. F., »Financial codes of ethics« u: Boatright, J. R., (ur.), 2010, *Finance ethics. Critical issues in theory and practice*, JohnWiley & Sons, Inc, New Jersey, 297–323.

djelovanja⁸. Objektivnost se zasniva na tome da profesionalni djelatnici moraju svoje interese podložiti interesima klijenata. Stručnost pak ističe samorazumljiv zahtjev da samo oni pojedinci koji posjeduju određena znanja i vještine smiju (makar ne nužno i mogu) obavljati određenu djelatnost. Povjerljivost, informacije koje zaposlenici dobivaju od svojih klijenata moraju ostati povjerljive, jer je povjerenje jedan od preduvjeta svakoga kvalitetnog odnosa. Naravno, postoje iznimke ovakvom pravilu ako određeni važniji čimbenici, poput primjerice spašavanja života, imaju veze s pojedinačnim slučajevima. Te iznimke su u pravilu regulirane pozitivnim zakonima. Profesionalizam se očituje u tome da zaposlenici čuvaju dostojanstvo svoje struke, da je unapređuju te da se odnose prema drugim pojedincima na način kojim im iskazuju dužno poštenje. Posljednji princip je budnost; naime od pojedinaca se očekuje da obave svoj posao u određenom vremenskom okviru i da se prilikom rada odnose prema zadatku s određenom dužnom brigom (*due care*).

Slika 1. Sedam principa i neprimjerenosti koje se pojavljuju

Figure 1. Seven principles and the inadequacies which emerge

Od svih spomenutih principa jedan zaslužuje posebnu pozornost u ovom kontekstu i zbog toga je izdvojen iz prethodnog nabiranja. Taj princip je poštenje. Jedan od osnovnih zahtjeva koji uopće omogućavaju poslovanje financijskog sektora je pretpostavka da su djelovanja koja se unutar njega odigravaju poštena. Op-

8 Usp. Audi, R., Murphy, P. E., »The many faces of integrity«, *Business Ethics Quarterly*, 2006, 16: 3–21.

ćenito, moglo bi se ustvrditi da je poštenje u kontekstu finansijskog sektora izostanak pristranosti s jedne strane, a s druge razdioba dobara utemeljena na postignućima.⁹ Ukoliko takav preduvjet ne bi bio ispunjen (ili se pak ne bi prikazivao kao da je ispunjen¹⁰), nijedna finansijska ustanova ili usluga ne bi preživjela niti bi bila uspješna u okruženju slobodnog tržišta. Pitanje koje se postavlja je na koji način se osigurava poštenje u finansijskom sektoru. Najčešći odgovor je da se poštenje osigurava putem vladine regulacije poslovanja određene finansijske ustanove. Ipak, kao što je već spomenuto, u svjetlu nedavnih događaja u finansijskom svijetu pitanje je je li takav stav dovoljan, pogotovo ako se uzme u obzir da je finansijski sektor u Sjedinjenim Američkim Državama i Velikoj Britaniji jedan od najmanje reguliranih (u odnosu na ostatak svijeta), a da su to ujedno i jedna od najrazvijenijih finansijskih tržišta.

Tvrtke koje djeluju u području finansijskih usluga, poput banaka, osiguravajućih društava, brokerskih tvrtki i investicijskih fondova, posluju kao tvrtke u tržišnoj ekonomiji. Naravno, kao i od svih ostalih tvrtki, od njih se očekuje da poštuju standarde poslovanja koji se očituju u zakonima, ali i u etičkim standardima. Tako se u njihovu poslovanju očekuje da izbjegavaju prevaru, pružaju odgovarajuće informacije i cijeli niz drugih pozitivnih poslovnih djelovanja.¹¹ Upravo je dio o pružanju odgovarajućih informacija važan za ovaj tekst. Naime ako se uspostavi da ih tvrtke ne pružaju, iz toga slijedi da ne zadovoljavaju standarde poslovanja. Ukoliko je pak slučaj da zadovoljavaju sve zakonski propisane standarde, tada to, što je često naglašavano, ne znači odmah da zadovoljavaju i očekivane standarde društvene odgovornosti prema svojim interesnim dionicima.

2. *Investicijski fondovi*

Investicijski fondovi su organizacije, udruženja ili specifične tvrtke osnovane sa svrhom prikupljanja sredstava od svojih članova. Prikupljena sredstva ulažu se u različite vrijednosnice, finansijske instrumente ili nekretnine. Fondom se smatra svaki pravni subjekt, društvo ili zasebna imovina u kojoj se sudjelovanje nudi s ciljem prikupljanja uloga u gotovom novcu ili imovinskim stvarima i pravima te s izričitom namjerom ulaganja više od 60% tih uloga u portfelj vrijednosnih papira, novčanih depozita i svih drugih vrsta imovine, pri čemu ulagači nemaju svakodnevni nadzor nad donošenjem odluka o ulaganjima, a osnovni je cilj osigurati ulagačima povrat na njihova ulaganja, i to bilo u dobiti, bilo u kakvoj drugoj koristi. Fondovi su podijeljeni ovisno o preferencijama ulagača, ovisno o njegovim investicijskim potrebama i željama. Fondove s obzirom na način prikupljanja kapitala dijelimo na otvorene i zatvorene investicijske fondove.

9 Usp. Boatright, J. R., nav. dj., 9.

10 Naravno, tada je zapravo riječ o nepoštenju, a ne poštenju.

11 Usp. *isto*, 12.

Vjerojatno najvažniji razlog povjeravanja novca fondovima je diversifikacija rizika za ulagača. Kada bi ulagač sav svoj novac uložio u jednu vrijednosnicu, rizik njegova ulaganja bio bi jednak rizičnosti vrijednosnice. Putem ulaganja u investicijske fondove ulagač svoja sredstva raspoređuje na cijeli portfelj ulaganja ovisno o strukturi ulaganja određenog fonda. Prinos ulagača može biti veći uz manju izloženost riziku. Kada se uzme u obzir da pojedini ulagač može diverzificirati svoje ulaganje na nekoliko fondova, od kojih svaki nosi svoj rizik ovisno o njegovim strategijama ulaganja, očito je da izloženost riziku može biti svedena na minimum.

U nastavku su ukratko objašnjeni otvoreni investicijski fondovi, s napomenom da se ovaj rad zasniva na procjenjivanju stupnja etičnog izvještavanja isključivo takvih — otvorenih investicijskih fondova.

2.1 Otvoreni investicijski fondovi

Otvoreni investicijski fondovi prikupljaju kapital izdavanjem udjela te tako prikupljen novac ulažu sukladno strategiji investiranja, koja mora biti objavljena u prospektu fonda. Fond neprestano i bezgranično može rasti i njegova veličina ograničena je jedino voljom ulagača da povjere svoj novac upravo tom pojedinačnom fondu. Udjeli u otvorenim investicijskim fondovima su maksimalno likvidni jer je sam fond dužan otkupiti udjele po njihovoj neto imovinskoj vrijednosti po naredbi ulagača. To je i osnovna karakteristika otvorenih fondova; fondovi su spremni uvijek izdati svoje udjele ulagačima, a također ih i otkupiti nazad. Svaki udio je ustvari proporcionalno vlasništvo u cjelokupnoj imovini otvorenoga investicijskog fonda. Sva se transakcija odvija na relaciji fond — ulagač i sva se kupnja i prodaja obavlja po trenutnoj cijeni udjela. Ulagači svojim udjelima sudjeluju u dobitku ili gubitku fonda, tako da njihov povrat ovisi o uspješnosti njegova poslovanja. S obzirom da neto-vrijednost imovine fonda (NAV)¹² predstavlja ukupnu vrijednost svih vrijednosnih papira, uvećanu za vrijednost ostale aktive i umanjenu za obveze i troškove fonda, lako je uočiti kako novčana pozicija i vrijednost imovine fonda utječu na povrat za investitora.

Cijene likvidnih pozicija se često mijenjaju tako da se NAV fonda mora utvrditi jednom dnevno kako bi vrijednost udjela bila u koraku sa zbivanjima na tržištu. Povećanja ili smanjenja broja udjela otvorenoga investicijskog fonda nemaju utjecaja na promjene neto-vrijednosti imovine fonda, budući da se i brojnik i nazivnik mijenjaju proporcionalno.

Otvoreni ili uzajamni fondovi pokrivaju 90% ukupne imovine fondova u svijetu. Ukupna neto-vrijednost otvorenih fondova u cijelom svijetu je narasla od 2,811 milijardi američkih dolara u 1995. na 11,821 milijardi dolara u 2010. godini.

12 *Net asset value ili NAV. NAV = (tržišna vrijednost imovine + novac obveze) / broj izdanih udjela (2).* Mjerenje povrata na ulaganje u otvorene fondove uvelike olakšava zakonom regulirana činjenica da su fondovi dužni, uz superviziju depozitne banke, svaki dan izračunati vrijednost udjela ili NAV. Ulagači su na taj način informirani o kretanju svoje imovine/ulaganja na dnevnoj razini. Svaki otvoreni investicijski fond obavještava svoje ulagače o njihovim udjelima, a ulagači mogu potražiti dnevni prinos otvorenih fondova u dnevnim/poslovnim novinama te specijaliziranim internetskim stranicama/portalicama. Ulagač može svaki dan provjeriti stanje svoje investicije bez dodatnih troškova.

Broj investicijskih fondova se u tom istom razdoblju povećao sa 5,761 na 8,545.¹³ Očigledno je da je imovina pod upravljanjem rasla nekoliko puta brže od broja investicijskih fondova ponuđenih na američkom tržištu. Najveći porast u Europi je zabilježen u Luksemburgu, i to uplatama u mješovite fondove.

Otvorene fondove možemo podijeliti na nekoliko tipova ovisno o njihovim politikama ulaganja. Prema strategijama investiranja potencijalni ulagač može odabrati kolikom specifičnom riziku se želi izložiti. Glavni tipovi otvorenih investicijskih fondova su: dionički, obveznički, mješoviti i novčani¹⁴.

Dionički fondovi ulažu minimalno 70% ukupne imovine pod upravljanjem u dionice poduzeća na način koji sam fond propisuje svojim prospektom ako je u skladu s postojećim zakonima. Karakteristika dioničkih fondova u odnosu na ostale je da očekivani povrat prati i veća volatilnost, tj. razmjerno veći rizik. Unutar dioničkih fondova postoji cijela lepeza različitih strategija ulaganja fondova, tako da se oni međusobno mogu poprilično razlikovati u smislu volatilnosti i očekivanih prinosa.

2.1.1 Troškovi ulaganja u otvoreni investicijski fond

Vlasnici (dioničari) društva za upravljanje fondom svoj povrat ostvaruju i iz naknada koje plaćaju kupci udjela¹⁵, tj. investitori u fond. Investitorima je ova činjenica važna jer oni snose trošak naknade, i to kroz tri moguće stavke: ulazne naknade, izlazne naknade i upravljačku naknadu. Ulazne i izlazne naknade mogu, ali i ne moraju biti naplaćivane, dok je upravljačka naknada u pravilu uvijek prisutna. Sve naknade su izražene u postotku od iznosa uplate odnosno isplate. Osim troškova naknade mogu postojati i drugi troškovi ulaganja, koji mogu biti i skriveni troškovi.

Ulaznu naknadu ulagač plaća fondu prilikom kupovine udjela, dok se izlazna naknada naplaćuje prilikom prodaje udjela, tj. izlaza iz fonda. Statutom fonda se regulira kolika će ta naknada iznositi te pod kojim uvjetima se ona neće plaćati. Kroz sustav naknada ulagače se pokušava usmjeriti na određen način ponašanja. Na primjer, ako se želi privući ulagače da ulažu više od 50.000 kn u razdoblju duljem od dvije godine, ulazna i izlazna naknada se neće naplaćivati ulagačima koji ulože na taj način. Razlog smanjivanja troškova se može naći i u povećanju imovine fonda. Što je imovina fonda veća, to je potrebno proporcionalno manje naplatiti pojedinom ulagaču da se zadrži ista razina prihoda za upravljačko društvo. U svijetu, ali i na domaćem tržištu, prevladava trend kontinuiranog opadanja visina naknada koje fondovi naplaćuju. Uz jednokratne ulazne/izlazne naknade

13 Investment Company Institute, http://www.ici.org/pdf/2011_factbook.pdf (30. 7. 2011).

14 Za potrebe ovog teksta nije potrebno ulaziti u detaljne opise svakog od navedenih tipova fondova. No opisi su dostupni primjerice u: <http://www.platinuminvest.hr/fi-vrijednosne.aspx> (30. 7. 2011).

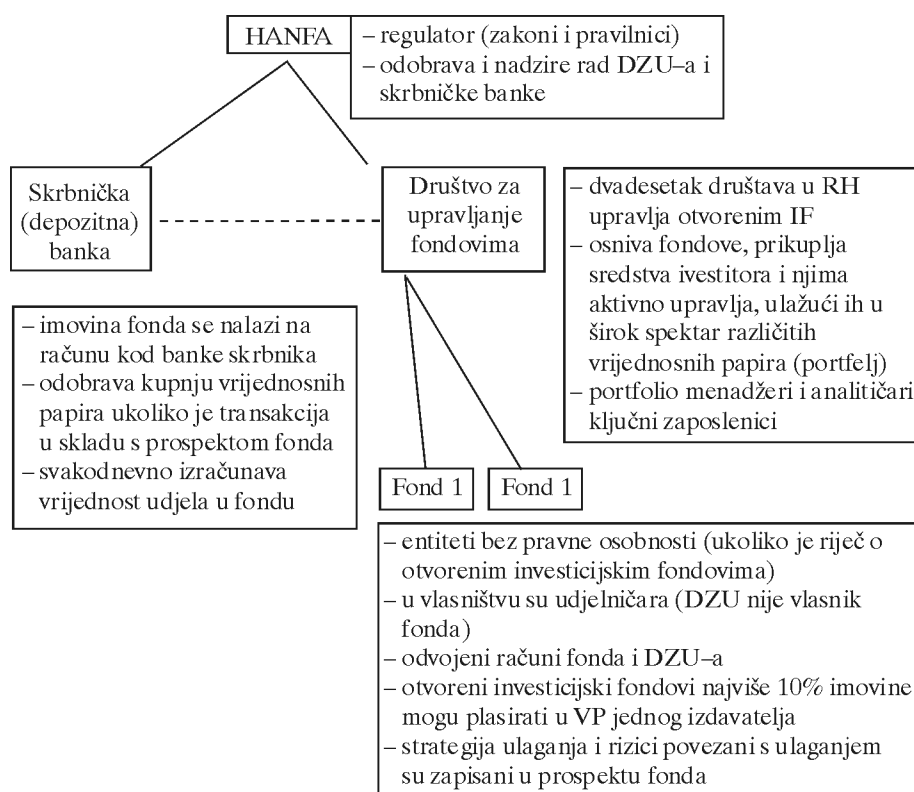
15 Vrijednost udjela investicijskog fonda računa se na način da se ukupna tržišna vrijednost dionica, obveznica, gotovine i ostale imovine fonda, umanjena za obveze, podijeli s brojem izdanih, a nepovučenih udjela u fondu. Primjerice, ako dionice vrijede 35.000.000, obveznice 15.000.000, depoziti 3.000.000, tada je ukupna imovina 53.000.000. Obveze koje fond ima iznose 800.000, dakle neto-imovina fonda je 52.200.000. Broj izdanih udjela (nepovučenih) je 450.000. Vrijednost jednog udjela stoga iznosi 116.

društvo za upravljanje kontinuirano naplaćuje i naknadu za upravljanje, svakodnevno umanjujući ukupnu imovinu fonda. Naknada za upravljanje navedena je u prospektu fonda, i mora — uz ostale troškove, biti niža od maksimalnih 3,5 % godišnje. Poseban trošak je trošak skrbničke (depozitne) banke.

Slika 2 prikazuje povezanost i međusobne odnose kao i uloge Društva za upravljanje fondovima, fondova, regulatora (HANFA) i skrbničke banke. Depozitna odnosno skrbnička banka obavlja nekoliko ključnih poslova za fond, a svaki fond je dužan imati depozitnu banku prema zakonu. Depozitna banka osigurava da se prodaja i otkup udjela za račun fonda obavljaju u skladu sa zakonom te otkupljuje i isplaćuje udjele, izračunava NAV fonda te kontrolira je li izračunat prema zakonu, izvršava naloge društva za upravljanje i obavlja namiru. Podaci o naknadama nalaze se, uz niz drugih korisnih informacija (pozornost treba obratiti na pravila i ograničenja ulaganja) u prospektu fonda, bez kojeg fond ne može započeti s radom.

Slika 2. Odnos društva za upravljanje fondovima, fondova, regulatora (HANFA) i skrbničke banke

Figure 2. Relation between fund management companies, funds, regulatory body (HANFA) and the depository bank



3. Etički problem u vezi s izvještavanjem investicijskih fondova

Epistemološka teorija reliabilizma¹⁶ nam može poslužiti u jednoj od danas popularnijih financijskih aktivnosti — ulaganju u investicijske fondove. *Pouzdan pokazatelj* koji je investicijski fond ostvario bolji prinos u prošlosti po jedinici rizika za ulagača, tj. koji je fond stvorio veću vrijednost za ulagača pruža nam usporedba prinosa tog fonda s nekim od brojnih indeksa (vidi Dodatak 1 i 2). Naravno, brojnost postojećih indeksa zahtijeva poman odabir s kojim od njih možemo i/ili trebamo usporediti određeni fond. Ono što je bitno je da se, unutar svog područja ulaganja, fondovi mogu međusobno uspoređivati pomoću zajedničkog (odabranog) indeksa, i na taj način se krajnjim korisnicima pruža potpunija informacija o njihovoj uspješnosti. Potpuno izvještavanje o rizicima fonda bitno je kod svih tipova fondova, a možda najviše prostora za napredak u izvještavanju postoji kod dioničkih, s obzirom da je kod njih nepoznanica odnosa amplituda volatilnosti i očekivanih prinosa kroz različita razdoblja i najveća¹⁷.

U skladu s dobrim poslovnim praksama koje su dio principa poštenja, od kojih je odgovarajuće informiranje zasigurno jedna od ključnih stavki (vidi Slika 1), pojavljuje se problem u tome da u Hrvatskoj investicijski fondovi rijetko kada daju potpune i kvalitetne informacije o svojim prinosima u odnosu na rizik kojim su izloženi (vidi Dodatak 2). U Hrvatskoj svega 25% dioničkih otvorenih investicijskih fondova izvještava o odnosu prinosa i rizika (vidi Tablica 1).¹⁸ A time ulagači,

16 *Reliabilizam i pouzdani pokazatelj uspješnosti fondova*. Unutar suvremene filozofije poznata je, priznata i dobrim dijelom prihvaćena teorija opravdanja znanja koja kaže da je znanje pouzdano vjerovanje (reliabilizam — *reliable belief is justified belief*). Teorija se svodi, u možda neopravdanom pojednostavljenju, na traženje i ukazivanje na pouzdane pokazatelje ili procese koji puko vjerovanje čine znanjem. Gotovo svi filozofi prihvaćaju da osoba S, zna propoziciju p, samo ako S vjeruje nešto o p i ako je p istinito. Ali istinito vjerovanje nije samo po sebi dovoljno za znanje jer S može vjerovati nešto o p bez dovoljnog ili uopće ikakvog razloga. Možda najpoznatiji zagovornik reliabilizma je Alvin Goldman, koji je na slavan Gettierov primjer — da ukoliko je riječ i o opravdanom istinitom vjerovanju, to još uvijek nije dostatno za znanje — odgovorio da je znanje istinito vjerovanje do kojeg se došlo na *ispravan način*. Na taj način pokušalo se izmaknuti pojavi »epistemičke sreće«. Koliko god Goldman ostavio otvorenim što znači ispravno ipak njegova ideja procesnog reliabilizma utvrđuje je li općeniti proces stvaranja vjerovanja, pomoću kojeg je S stvorio vjerovanje nešto o p, stvorio veliki omjer istinitih vjerovanja naspram neistinitih. Kao poznati primjer može se spomenuti slučaj termometra. Naime termometar pouzdano pokazuje temperaturu u sobi zbog zakona prirode, a zbog toga je naše vjerovanje da je u sobi određena temperatura pouzdano i vrijedi kao znanje. Drugim riječima, termometar je pouzdan indikator temperature u sobi zbog prirodnih zakona, a time naše vjerovanje vrijedi kao znanje u epistemološkom smislu. Detaljnije o reliabilizmu vidi: Becker, K., »Reliabilism«, 2009, u: Internet encyclopedia of philosophy, dostupno na: <http://www.iep.utm.edu/reliabil/> (18. 7. 2011) ili Goldman, A., »Reliabilism«, u: *Stanford encyclopedia of philosophy*, 2008, dostupno na: <http://plato.stanford.edu/entries/reliabilism/> (17. 7. 2011).

17 Iz tog razloga u ovom istraživanju koristimo podatke otvorenih investicijskih dioničkih fondova.

18 Popis obuhvaćenih fondova dostupan je na stranici www.hrportfolio.com (6. 9. 2011), dok se podaci o javno dostupnim informacijama svakog fonda mogu pronaći na internetskim stranicama samih fondova.

tj. interesni dionici zapravo odlučuju o svojim ulaganjima bez cjelovitih informacija i vjerojatno stvarajući sebi dodatne troškove¹⁹.

Tablica 1. Javno dostupne informacije dioničkih otvorenih investicijskih fondova

Table 1. Publicly available information from Croatian investment funds

Dostupne informacije dioničkih OIF-a	Broj fondova s objavljenom informacijom	Postotak u ukupnom broju promatranih dioničkih OIF-a
Prinos fondova	48	100%
Rizik fondova	12	25%
Geografska izloženost	48	100%
Sektorska izloženost	48	100%
Valutna izloženost	48	100%

Drugim riječima, etički problem oko izvještavanja u vezi s prinosom investicijskih fondova na hrvatskom tržištu je sljedeći: zakonski je regulirano o čemu se mora izvještavati (vidi 3.1 i 3.1.1), i to je nužno, ali ne i dovoljno da bi fond bio društvu odgovoran jer se time ne informira ulagača o rizicima koje fond preuzima (vidi Dodatak 1 i 2), što je pak ključna informacija o njegovu poslovanju.

Pružanje nepotpunih informacija, pogotovo u slučaju kada su one lako dostupne tvrtkama, u svrhu boljeg prezentiranja situacije nije društveno odgovorno ponašanje prema interesnim dionicima, iako je možda zakonska regulativa ispoštovana do kraja.

Cilj ovog teksta je pokazati važnost određivanja indeksa ogledne vrijednosti (*benchmark index*, dalje u tekstu *benchmark-indeks*) koji bi svaki fond trebao prikazivati i na taj način davati smjernicu potencijalnim i postojećim ulagačima u smislu »opravdanosti svojih prinosa«. Naime gradeći rizičnije pozicije odnosno kupujući volatilne dionice i dionice kompanija koje se tek trebaju afirmirati na tržištu, fond-menadžeri u dobrim vremenima povećavaju prinos svojim ulagačima, ali im rijetko daju do znanja da je izvor iznadprosječnog prinosa povećani preuzeti rizik. Tek u slučaju negativnog scenarija ulagači, prema iznadprosječnim negativnim prinosima, počinju shvaćati da su izabrali iznadprosječno volatilni i riskantan fond.

¹⁹ Rečeno vrijedi samo u slučaju da ulagači uistinu razumiju ili se potrude razumjeti dane informacije. U slučaju da ulagači ne mare ili ne razumiju danu informaciju putem usporedbe fondova pomoću zajedničkog indeksa, tada je odgovornost na njima samima, a ne više na investicijskom fondu.

Zaključak

Premda često isprepleteni u svakodnevnoj praksi, etika i financije nisu često povezivani u ekonomskoj literaturi. Nedavna globalna financijska i ekonomska kriza opet dovodi u prvi plan pitanje etike i financija. Izbjegavanje namjerne prijevare, odnosno nepoštenog poslovanja, kao i odgovarajuće informiranje javnosti prema najvišim standardima transparentnosti onemogućilo bi postojanje asimetričnih informacija koje dovode do neučinkovitoga financijskog djelovanja i investiranja subjekata u financijskoj i investicijskoj zajednici. Međunarodna regulativa i nacionalna zakonodavstva postavljaju nužan, ali ne i dovoljan okvir poštenog poslovanja, koji bi trebao biti nadopunjen etičkim standardima na temelju integriteta, objektivnosti, stručnosti, povjerljivosti, profesionalizma, budnosti te nadasve poštenja.

Investicijski fondovi, koji su uz mirovinske fondove najzastupljenija investicijska kategorija u svijetu te u Hrvatskoj, na zahtjev zakonodavaca objavljuju svoje povijesne rezultate, no bez pouzdanog pokazatelja koji bi stavio u odnos njihov prinos i rizik, što je naročito bitno za dioničke investicijske fondove u Republici Hrvatskoj zbog relativno visoke volatilnosti njihovih prinosa. Ulagачi stoga nisu u poziciji uspoređivati prinose fondova s obzirom na rizik te nemaju indeks koji bi predstavljao benchmark rezultata investicijskih fondova. Rizičnijim poslovanjem fondovi mogu povećati prinose te zavarati investitore o svojoj uspješnosti, što ulagači mogu spoznati tek u slučaju negativnog scenarija, kada uslijed recesije isti fondovi ostvaruju ispodprosječne prinose. Navedeni slučaj nije društveno odgovorno ponašanje, odudara od etičkih standarda te ima za posljedicu udaljavanje investitora od tržišta kapitala i suboptimalnu alokaciju kapitala u gospodarstvu. Stoga bi se trebao odrediti benchmark–indeks prema kojem bi potencijalni investitori mogli uspoređivati prinose fondova u odnosu na rizik ulaganja.

4.1 Dodatak 1: Pregled mjera uspješnosti portfelja

Ranih šezdesetih godina prošlog stoljeća ulagači su ocjenjivali uspješnost portfelja koristeći samo stopu prinosa, a izostavljajući komponentu rizika, prvenstveno zbog nedostatka razumijevanja kako mjeriti opseg rizičnosti portfelja. S razvojem teorije portfelja i modela pod nazivom *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), ulagači su bolje mogli odrediti količinu rizika te su počeli klasificirati portfelje prema njihovim razinama kako bi uspoređivali prinose portfelja s istom razinom rizika. Godine 1965. Amerikanac Jack L. Treynor je bio prvi istraživač koji je predložio složenu mjeru uspješnosti portfelja. On je ponudio omjer (poznat kao *Treynor performance index*) koji uspoređuje različite portfelje u skladu s linijom tržišta vrijednosnih papira (Security Market Line — SML). Ustvari, Treynor stavlja premiju na rizik portfelja u odnos s β (beta je broj koji opisuje osjetljivost promjene prinosa portfelja na promjene na tržištu). Godinu dana kasnije nobelovac William F. Sharpe je iznio sličan skupni indeks koji je umjesto β koristio standardnu devijaciju kao mjeru rizika portfelja. On je dakle stavio u odnos premiju na rizik portfe-

lja i standardnu devijaciju i na taj način usporedio različite portfelje koristeći liniju tržišta kapitala (*Capital Market Line* — CML), a ne liniju tržišta vrijednosnih papira (SML). Sharpe je primjetio da Treynorov Index i Sharpov Index isto rangiraju fondove koji su više diverzificirani.²⁰ Godine 1968. Michael C. Jensen, profesor emeritus sa Sveučilišta Harvard, definirao je novu mjeru uspješnosti portfelja. Jensen koristi Alfu (α) kao mjeru uspješnosti, koja navodi da bi superiorni portfolio-menadžer imao značajnu pozitivnu vrijednost α dok bi inferiorni menadžer imao značajno negativnu vrijednost α zbog konzistentnih negativnih reziduala.

Dok ove mjere učinka pružaju bolji uvid u to je li izvedba portfelj-menadžera/investicijskog fonda bolja u odnosu na tržište, one ne uspijevaju otkriti izvore učinkovitosti i neučinkovitosti. Stoga, važno je obilježiti uspješnost iznad (ispod) očekivanih prinosa uzrokovanu glavnim pokretačima.

4.2 Dodatak 2: *Investicijski fondovi u Hrvatskoj*

Investicijski fondovi u Hrvatskoj ne pružaju potpune i kvalitetne informacije o svojim prinosima prilagođenim za rizik. Prinosi koje investicijski fondovi prikazuju su isključivo ostvareni prinosi koji ne uključuju informaciju koja se odnosi na stupanj preuzetog rizika od strane svakog od fondova koji su ponuđeni na domaćem tržištu. Nedostatak takvih informacija za prethodna razdoblja čini potpunu analizu prinosa hrvatskih investicijskih fondova gotovo nemogućom. Prinosi koje ti fondovi nude ne mogu se smisleno usporediti ni s prinosima koje nudi pasivno ulaganje u imovinu, ni s prinosima koje nude drugi investicijski fondovi. Takva situacija stavlja ulagače u položaj iz kojeg odlučuju o svojim ulaganjima u investicijske fondove bez potpunih informacija, stvarajući si vjerojatno oportunitetne troškove uslijed suboptimalne alokacije svoje imovine.

Društva koja upravljaju investicijskim fondovima koji aktivno upravljaju ulagačevim novcem naplaćuju upravljačku naknadu. Naknade se uglavnom prikazuju kao utvrđeni postotak od ukupne imovine pod upravljanjem i često se naplaćuju unatoč uspješnosti fonda/portfelja. Budući da ulagači plaćaju naknade za aktivno upravljanje portfeljem, trebali bi inzistirati na razumijevanju kakav je rezultat — u odnosu na smislen i primjereno odabran benchmark-indeks — postignut od strane različitih portfelja ili fond-menadžera. Ova informacija je važna jer pomaže ulagaču u donošenju odluke hoće li dodijeliti svoj novac menadžeru, i ako je tako, koji postotak od ukupno raspoloživog dohotka/sredstava će dodijeliti kojem portfelju/fond-menadžeru. U svrhu ilustracije vrijedno je napomenuti da je imovina upravljana dioničkim investicijskim fondovima u Hrvatskoj dosegla 470 milijuna eura (HANFA, 2011), a 1 % lošije izvedbe ovih fondova u odnosu na pasivno vođeni portfelj iste volatilnosti/preuzetog rizika rezultiralo bi s 4,7 milijuna eura nagomilanih oportunitetnih troškova.

Investicijski fondovi u Hrvatskoj rijetko javno objavljuju više podataka nego što ih obvezuju regulatorna tijela. Stoga fondovska industrija nastoji pružiti svojim

20 Sharpe, W. F., »Mutual Fund Performance«, *Journal of Business*, 1966, 39: 119–138.

ulagačima samo podatke o povijesnim prinosima bez puno uvida u razine preuzetog rizika u svojim portfeljima.

Nadalje, u Hrvatskoj ne postoje investicijski fondovi koji je službeno ovjerio *Global Investment Performance Standards (GIPS)*²¹. Kao rezultat toga ulagači se suočavaju s poteškoćama u procjeni stvaraju li fond–menadžeri tzv. alpha–prinos (iznos prinosa iznad prinosa benchmarka odnosno prinos fonda koji je prilagođen za rizik portfelja), i ako je tako, je li taj prinos pozitivan ili negativan²².

Industrija hrvatskih investicijskih fondova je u svojoj ranoj fazi razvoja i treba očekivati misalokaciju imovine fonda s obzirom na manje suptilno razrađenu strategiju malih ulagača.²³ Bolje razumijevanje odnosa između izvedbi globalnih investicijskih fondova i pasivnog ulaganja na jednoj strani i hrvatskih investicijskih fondova s druge strane, trebalo bi pomoći ulagačima u boljoj raspodjeli kapitala. Prema američkoj komisiji za vrijednosne papire — *Securities and Exchange Commission* takvo bolje razumijevanje bit će olakšano nakon što svi investicijski fondovi budu morali objaviti prinose prilagođene za rizik.²⁴

U nastojanju da postignu što bolji prinos, fond–menadžeri nerijetko kreiraju rizične portfelje svojih fondova kako bi nadmašili svoje benchmarke. Preuzimajući dodatni rizik, menadžeri u suštini mijenjaju obilježja svoga početnog portfelja ili čak izlaze iz okvira određenih Prospektom. Takvi portfelji fondova rizičniji su te je stoga očekivani prinos nešto viši. Ipak, ulagači često nisu svjesni da dolazi do razdoblja »povišenog rizika« portfelja fonda. Za takav riskantniji portfelj potrebno je također odrediti i benchmark koji točnije replicira preuzeti rizik. Izostanak upotrebe primjerenog benchmark–indeksa od strane investicijskih fondova onemogućava kvalitetnu usporedbu odnosa ostvarenog prinosa i rizika.

21 Global Investment Performance Standards (GIPS) je niz standardiziranih, etičkih principa koje američka neovisna institucija nudi domaćim i stranim investicijskim kompanijama kao vodič kako računati i izvještavati javnost o vlastitim investicijskim rezultatima. Vidi: <http://www.gipsstandards.org/> (30. 7. 2011).

22 Povijesni rezultati/prinosi aktivno upravljanih fondova u odnosu na njihove benchmarke rijetko se mogu naći za tržišta u razvoju, ali su lako i javno dostupni za većinu razvijenih tržišta kapitala. Gotovo 90% u 1997. godini i gotovo 70% aktivno upravljanih fondova u 2006. godini nije uspjelo opravdati naknade koje naplaćuju za svoje usluge. Ulagačima u hrvatske investicijske fondove još uvijek nije dostupna, odnosno nedostaje im ovakva vrsta informacija. [0]

23 Podobnik, B., Balen, V., Jagric, T., »Croatian and Slovenian Mutual Funds and Bosnian Investment Funds«, 2006, dostupno na: http://www.phy.hr/čbp/Podobnik_CJEF25042007.pdf p. df (1. 12. 2010).

24 Security and Exchange Commission, »Interactive Data for Mutual Fund Risk/Return Summary«, 2009, dostupno na: <http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9006.pdf> (5. 12. 2010).

Elements of Business Ethics in the Financial Sector with an Emphasis on Investment Funds

Jurica Vukas^{*}, Igor Gvozdanović^{**}, Borna Jalšenjak^{***}

Summary

The paper gives a precise description of ethical problems in the financial sector. Following the preliminary exposition of ethical codes in the financial sector, honesty is identified as one of the key elements of success in the free market. Honesty includes giving adequate information to users on the successfulness of any business. Within the financial sector, the financial services sector has been emphasized, that is investment funds in Croatia. Aside from the legal requirements concerning the giving of adequate information to investors, there are also ethical requirements which involve reporting on the risks the investment funds are exposed to. Although these are not legal requirements, they are part of the social responsibility of investment funds towards investors. Investment funds in Croatia rarely meet the latter requirements.

Key words: business ethics, corporate social responsibility, ethical codes, finance, investment funds, reporting

* Mr. sc. Jurica Vukas, Zagreb School of Economics and Management. Address: Jordanovac 110, 10 000 Zagreb, Croatia. Email: jvukas@zsem.hr

** Igor Gvozdanović, MBA, Zagreb School of Economics and Management. Address: Jordanovac 110, 10 000 Zagreb, Croatia. Email: igvozd@zsem.hr

*** Borna Jalšenjak, mag. phil., Zagreb School of Economics and Management and Faculty of Philosophy of the Society of Jesus in Zagreb. Address: Jordanovac 110, 10 000 Zagreb, Croatia. Email: bjalsen@zsem.hr