

# КОМИСИЈА ЗА РАЧУНОВОДСТВО И РЕВИЗИЈУ БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ

## ИСПИТ ЗА СТИЦАЊЕ ПРОФЕСИОНАЛНОГ ЗВАЊА ОВЛАШТЕНИ РЕВИЗОР (ИСПИТНИ ТЕРМИН: МАЈ 2016. ГОДИНЕ)

### ПРЕДМЕТ 13: НАПРЕДНИ ФИНАНСИЈСКИ МЕНАѢМЕНТ

#### ЕСЕЈИ

#### Есеј број 1

Појам, врсте, шансе и ризици улагања у инвестиционе фондове.

#### IV. FINANSIJSKA TRŽIŠTA I NJHOVA EFIKASNOST

294

investiranje sredstava u projekte koji ne pružaju mogućnost da se obezbijede profiti u ranijim fazama projekta. Sa stanovišta menadžera, projekti koji izgledaju dobro na kratke staze su atraktivniji od dugoročnih. U kratkom periodu preuveličane cijene akcija mogu rezultirati u bonusima, unapređenjima, ili u cijeni akcije koja se može koristiti kao osnova za strategiju preuzimanja. U krajnjem slučaju, visoka cijena sprečava preuzimanje koje namjerava sticatelj.

#### 2.5. Šanse i rizici ulaganja u investicione fondove

*„Za novcem ne smijemo trčati,  
moramo mu ići u susret.“*

Henry Ford

Polovinom septembra 2006. godine usvojen je Zakon o investicionim fondovima<sup>24</sup>. Riječ je o jednoj, za naše prilike potpuno novoj finansijskoj instituciji. Da bismo mogli sagledati mjesto i ulogu investicionih fondova u našem finansijskom sistemu neophodno je prethodno istražiti pretpostavke za konstituisanje investicionih fondova te upoznati prirodu i način funkcionisanja ovih institucija.

Investicioni fondovi snažno utiču na cijenu kapitala a time i na ekonomski rast država, regija, ali i sveukupne svjetske ekonomije. Iskustva u vezi s investicionim fondovima razvijenih tržišnih zemalja prenosila su se i na tranzicione zemlje, pa i na Republiku Srpsku i Bosnu i Hercegovinu gdje su naročito imali važnu ulogu u procesu privatizacije. Snažan podsticaj razvoju investicionih fondova ostvaren je procesom vaučerske privatizacije gdje su punoljetni građani Republike Srpske mogli svoje vaučere uložiti i u neki od privatizacionih investicionih fondova. Zakonom<sup>25</sup> je 1998. godine bilo regulisano da će privatizacioni investicioni fondovi nakon pet godina prijeći u zatvorene investicione fondove. Danas se investicioni fondovi pojavljuju kao jedan od najvećih institucionalnih investitora. Oni su pokretač i jedan od bitnih indikatora razvijenosti finansijskog tržišta u međunarodnim razmjerama.

Raspravom na ovu temu nastojaćemo dati odgovore na nekoliko neminovnih pitanja:

- šta su, u stvari, investicioni fondovi,
- zašto ulagati u te fondove,
- koje vrste investicionih fondova postoje,
- kakva je razlika između njih,
- kako funkcionišu, i slično.

Da bismo, u skladu s prethodnim, ispunili očekivanja, raspravu ćemo usmjeriti na neka pojmovna razgraničenja, osnovna obilježja investicionih fondova, njihov značaj, vrste i način funkcionisanja i perspektive investicionih fondova kod nas.

#### 2.5.1. Neka pojmovna razgraničenja

Tokovi transformisanja finansijske štednje odvijaju se putem finansijskog sistema, gdje su pojedinci (stanovništvo), preduzeća i država i na strani pomude (suficitarni subjekt) i na strani tražnje (deficitarni subjekt). Suficitarni subjekti su oni čiji su prilivi gotovinski, u određenom vremenu, iznad gotovinskih odliva i pri tome imaju određeni nivo štednje koji se plasira u različite finansijske instrumente, evidentirane na strani aktive bilansa. S druge

<sup>24</sup> Zakon o investicionim fondovima, „Službeni glasnik Republike Srpske“, 36/06.

<sup>25</sup> Član 56. Zakona o privatizaciji državnog kapitala, „Službeni glasnik Republike Srpske“, broj: 24/98, 63/02, 67/05.

## **Есеј број 2**

**Захтијеване стопе приноса за посебне пројекте и посебне групе (CAPM)**

- a) Када се употребљава CAPM приступ одређивању захтијеване стопе приноса (2 бода)**
- b) Детаљно објасните избор пројекта према CAPM моделу (4 бода)**
- c) Нацртајте графикон прихватљивих и неприхватљивих пројекта примјеном CAPM модела. Објасните. (4 бода)**
- d) Објасните проналажење и употребу компанија супститута (4 бода)**
- e) Дефинишите захтијевани принос када се користи полуга (2 бода)**
- f) Дефинишите захтијевани принос посебних група (4 бода)**

### **Odgovor:**

vidi Van Horne, Wachowicz, str. 408 – 414.

Kada postojeći investicijski projekti preduzeća i investicijski prijedlozi koji se razmatraju nisu slični s obzirom na rizik, upotreba troška kapitala preduzeća kao jedinog kriterija privatanja projekta nije dovoljna. U takvim slučajevima, se formuliraju posebni kriteriji prihvatanja, a jedan od njih je CAPM model. Detaljan odgovor vidjeti u Van Horne, Wachowicz, str. 408-414.

Pristup izboru projekta modelom određivanja cijene (CAPM)

Zahtijevani prinosi posebnih grupa

### **Есеј број 3**

#### **Откуп акција**

- a. Дефинишите откуп акција и објасните методе откупа (4 бода)**
- b. Детаљно објасните откуп акција као дио политике дивиденди (6 бодова)**
- c. Објасните да ли се откуп акција посматра као одлука о инвестирању или финансирању (6 бодова)**
- d. Спецификујте могуће сигнализирајуће учинке откупа акција (4 бода)**

#### **Одговор:**

види Ван Хорне, Вацховицз, стр. 510-513

Откуп акција – поновна куповина акција предузећа које их је издало, на отвореном тржишту или самосталном понудом.

Откуп акција vs исплата дивиденди

Порезни третман откупа акција наспрам исплате дивиденди

Откуп акција, трезорске акције - одлука о инвестирању или одлука о финансирању, про и цонтра, промјена структуре капитала предузећа

Могући позитивни сигнализирајући ефекти.

Детаљан одговор видјети у Ван Хорне, Вацховицз, стр. 510-513

## ЗАДАЦИ

### Задатак број 1

Предузеће у структури извора финансирања користи обичне акције са 40%, преференцијалне акције са 10% и дуг са 50%. Трошак обичних акција је 14%, дуга 10%, преференцијалних акција 7%, а пореска стопа је 30%. Финансијски менаџер предузећа разматра пројекат чији су нето новчани токови (ННТ) дати у табели:

Година	ННТ (КМ)
0	-50.000
1	10.000
2	13.000
3	14.000
4	18.000
5	13.000

- Израчунати захтијевану стопу приноса!
- Колика је интерна стопа приноса (IRR) пројекта?
- Да ли је пројекат прихватљив по методи интерне стопе приноса?

*Рјешење:*

$$a. WACC = \sum_{i=1}^n w_i \cdot k_i$$

$$WACC = k = 0,4 \times 0,14 + 0,5 \times 0,10 \times (1 - 0,3) + 0,1 \times 0,07 = 0,098 = 9,80\%$$

$$b. \sum_{i=1}^n \frac{NNT_i}{(1 + IRR)^i} - I_0 = 0$$

Година	NNT	$\Pi_8^n$	PV(NNT)	$\Pi_{12}^n$	PV(NNT)
0	-50.000	1,0000	-50.000,00	1,0000	-50.000,00
1	10.000	0,926	9.260,00	0,893	8.930,00
2	13.000	0,857	11.141,00	0,797	10.361,00
3	14.000	0,794	11.116,00	0,712	9.968,00
4	18.000	0,735	13.230,00	0,636	11.448,00
5	13.000	0,681	8.853,00	0,567	7.371,00
Нето садашња вриједност			- 3.600,00		1.922,00

За израчунавање IRR користи се метод линеарне интерполације:

$$IRR_1 = 8\% \quad NPV_1 = (-3.600,00)$$

$$IRR = ? \quad NPV = 0$$

$$IRR_2 = 12\% \quad NPV_2 = (1.922,00)$$

$$IRR = IRR_1 + (IRR_2 - IRR_1) \frac{(NPV_1 - NPV)}{(NPV_1 - NPV_2)}$$

$$IRR = 0,08 + (0,12 - 0,08) \frac{-3.600,00 - 0}{-3.600,00 - 1.922,00} = 0,106 \approx 11\%$$

c. Пројекат је прихватљив по методи IRR, јер је  $IRR \approx 11\%$  веће од  $WACC = 9,80\%$

## Задатак број 2

Инвеститор је купио акцију БХ Телекома (БХТСП) на Сарајевској берзи за 25 КМ. Акцију је држао двије године и након друге године ју је продао за 55 КМ. БХ Телеком је исплатио дивиденду у првој години од 0,90 КМ, а у другој години од 1,60 КМ. Израчунати принос овог инвеститора.

### Рјешење:

$$P_0 = 25 \text{ КМ}$$

$$P_2 = 55 \text{ КМ}$$

$$D_1 = 0,9 \text{ КМ}$$

$$D_2 = 1,6 \text{ КМ}$$

$$k = ?$$

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{P_2}{(1+k)^2}$$

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{P_2}{(1+k)^2}$$

$$25 = \frac{0,9}{1+k} + \frac{1,6}{(1+k)^2} + \frac{55}{(1+k)^2}$$

$$25 = \frac{0,9}{1+k} + \frac{56,6}{(1+k)^2}$$

Увођењем смјене  $(1+k) = t$  имамо:

$$25 = \frac{0,9}{t} + \frac{56,6}{t^2}$$

Након множења једначине са  $t^2$  је:

$$25t^2 = 0,9t + 56,6$$

$$25t^2 - 0,9t - 56,6 = 0$$

$$t_1 = \frac{-b + \sqrt{b^2 - 4ac}}{2a} = \frac{0,9 + \sqrt{0,81 + 5660}}{50} = \frac{0,9 + 75,238355}{50} = 1,522767 \approx 1,52$$

$$1+k = t \Rightarrow k = 1,52 - 1 = 0,52 = 52\%$$

$$t_2 \notin R$$

Како рјешење  $t_2$  не улази у домен економски прихватљивих рјешења, стопа поврата овога инвеститора је 52%, што је прво рјешење назначене квадратне једнакости.

investiranje sredstava u projekte koji ne pružaju mogućnost da se obezbijede profiti u ranijim fazama projekta. Sa stanovišta menadžera, projekti koji izgledaju dobro na kratke staze su atraktivniji od dugoročnih. U kratkom periodu preuveličane cijene akcija mogu rezultirati u bonusima, unapređenjima, ili u cijeni akcije koja se može koristiti kao osnova za strategiju preuzimanja. U krajnjem slučaju, visoka cijena sprečava preuzimanje koje namjerava sticatelj.

### 2.5. Šanse i rizici ulaganja u investicione fondove

*„Za novcem ne smijemo trčati,  
moramo mu ići u susret.“*

Henry Ford

Polovinom septembra 2006. godine usvojen je Zakon o investicionim fondovima<sup>24</sup>. Riječ je o jednoj, za naše prilike potpuno novoj finansijskoj instituciji. Da bismo mogli sagledati mjesto i ulogu investicionih fondova u našem finansijskom sistemu neophodno je prethodno istražiti pretpostavke za konstituisanje investicionih fondova te upoznati prirodu i način funkcionisanja ovih institucija.

Investicioni fondovi snažno utiču na cijenu kapitala a time i na ekonomski rast država, regija, ali i sveukupne svjetske ekonomije. Iskustva u vezi s investicionim fondovima razvijenih tržišnih zemalja prenosila su se i na tranzicione zemlje, pa i na Republiku Srpsku i Bosnu i Hercegovinu gdje su naročito imali važnu ulogu u procesu privatizacije. Snažan podsticaj razvoju investicionih fondova ostvaren je procesom vaučerske privatizacije gdje su punoljetni građani Republike Srpske mogli svoje vaučere uložiti i u neki od privatizacionih investicionih fondova. Zakonom<sup>25</sup> je 1998. godine bilo regulisano da će privatizacioni investicioni fondovi nakon pet godina prijeći u zatvorene investicione fondove. Danas se investicioni fondovi pojavljuju kao jedan od najvećih institucionalnih investitora. Oni su pokretač i jedan od bitnih indikatora razvijenosti finansijskog tržišta u međunarodnim razmjerama.

Raspravom na ovu temu nastojaćemo dati odgovore na nekoliko neminovnih pitanja:

- šta su, u stvari, investicioni fondovi,
- zašto ulagati u te fondove,
- koje vrste investicionih fondova postoje,
- kakva je razlika između njih,
- kako funkcionišu, i slično.

Da bismo, u skladu s prethodnim, ispunili očekivanja, raspravu ćemo usmjeriti na neka pojmovna razgraničenja, osnovna obilježja investicionih fondova, njihov značaj, vrste i način funkcionisanja i perspektive investicionih fondova kod nas.

#### 2.5.1. Neka pojmovna razgraničenja

Tokovi transformisanja finansijske štednje odvijaju se putem finansijskog sistema, gdje su pojedinci (stanovništvo), preduzeća i država i na strani ponude (suficitarni subjekt) i na strani tražnje (deficitarni subjekt). Suficitarni subjekti su oni čiji su prilivi gotovinski, u određenom vremenu, iznad gotovinskih odliva i pri tome imaju određeni nivo štednje koji se plasira u različite finansijske instrumente, evidentirane na strani **aktive bilansa**. S druge

<sup>24</sup> Zakon o investicionim fondovima, „Službeni glasnik Republike Srpske“, 36/06.

<sup>25</sup> Član 56. Zakona o privatizaciji državnog kapitala, „Službeni glasnik Republike Srpske“, broj: 24/98, 63/02, 67/05.

strane, deficitarni subjekti imaju finansijske rashode iznad finansijskih prihoda i pri tome ostvaruju deficite odnosno manjkove gotovine. Jedan od načina saniranja ovih deficita je emitovanje finansijskih instrumenata koji se evidentiraju na stranu **pasive bilansa**.

Strukturu finansijskog sistema jedne zemlje čine, u osnovi, tri bitna elementa:

- a) finansijski instrumenti,
  - b) finansijska tržišta,
  - c) finansijske institucije.
- a) Najznačajniju vrstu **finansijskih instrumenata** čine hartije od vrijednosti. Iako se između finansijskih instrumenata i hartija od vrijednosti sve više gubi razlika, mora se konstatovati da svi finansijski instrumenti nisu i hartije od vrijednosti.

Za potrebe naše rasprave značajne su hartije od vrijednosti koje se mogu naći na razvijenim finansijskim tržištima. Najznačajnija njihova podjela je sa stanovišta roka dospijeaća, gdje mogu biti:

- hartije od vrijednosti tržišta novca, s rokom dospijeaća do jedne godine,
- hartije od vrijednosti tržišta kapitala, s rokom dospijeaća dužim od jedne godine (obveznice, akcije),
- derivatne hartije od vrijednosti, koje svoju vrijednost izvode na osnovu izvorne (osnovne) hartije od vrijednosti (fjučersi, opcije, varanti, svopovi, forvardi i dr.).

- b) **Finansijska tržišta** omogućavaju kretanja sredstava od onih s viškom ka onim s manjkom tih sredstava. Tako se može govoriti o:

- **tržištu novca i tržištu kapitala**, s obzirom na predmet trgovanja s aspekta roka dospijeaća hartija od vrijednosti;
- **primarnom i sekundarnom tržištu**, s obzirom na predmet trgovanja s aspekta da li se hartije od vrijednosti pojavljuju, ili drugi i više puta;
- **berzanskom i vanberzanskom tržištu**, čija je podjela proistekla iz osnovne podjele finansijskih tržišta na organizovano (institucionalno) i neorganizovano (neinstitucionalno) i mješovito tržište. Međutim, ovdje treba naglasiti: dok su sve berze organizovana tržišta, dotle sva organizovana tržišta nisu berze, jer se sekundarna tržišta mogu organizovati putem berzi i vanberzanskog prometa (OTC – over the Counter Market). Najeklatantniji primjer vanberzanskog tržišta je NASDAQ, koji je od svog osnivanja 1971. godine postao globalna kompjuterska trgovinska mreža preko koje se vrši veliki broj transakcija, veći čak i od NYSE (njujorške berze);
- **tržištu duga i vlasničkog kapitala**, s obzirom na prometovanje hartija od vrijednosti sa stanovišta vlasništva;
- **promptnom i terminskom tržištu**, sa stanovišta roka izvršenja transakcije;
- **depozitno-kreditnom tržištu i tržištu hartija od vrijednosti**, gdje je ovo prvo određeno finansijskim transakcijama depozitnih finansijskih institucija (banaka, štedno-kreditnih zadruga, štedionica), a ovo drugo se odnosi na sučeljenu ponudu i tražnju za finansijskim instrumentima u formi hartija od vrijednosti;
- **domaćem i međunarodnom**, sa stanovišta porijekla učesnika u finansijskim transakcijama.

- c) **Finansijske institucije**. Pored uslužnih finansijskih institucija (brokerskih i dilerskih kuća, investicionih banaka, investicionih savjetnika i organizovanih tržišta kao što su berze i OTC tržišta), najbrojnija grupa finansijskih institucija su finansijski posrednici, koji obavljaju značajnu ulogu u procesu indirektnog finansiranja. Oni se mogu podijeliti na:

- depozitne finansijske institucije (komercijalne banke i razne štedionice),

- nedepozitne finansijske institucije,
  - institucije ugovorene štednje:
    - a) osiguravajuće kompanije (životnog osiguranja i osiguranja imovine),
    - b) penzijski fondovi (privatni ili državni)
  - investicioni posrednici:
    - a) investicioni fondovi,
    - b) fondovi tržišta novca,
    - c) finansijske kompanije (prodajne, potrošačke i poslovne).

Na osnovu iznesenog osnovano je zaključiti da se investicijsko tržište može sagledavati i putem stalnog toka interakcije instrumenata, s jedne, i institucija, s druge strane. U našim uslovima nerazvijenog tržišta nema sumnje da institucije mogu imati ulogu značajne poluge za dinamiziranje finansijskog tržišta, pogotovo u procesu mobilizacije štednje, a zatim i njene alokacije.

Investicioni fondovi koji su proizvod razvijenog tržišta upravo zbog takvih osobina mogu u velikoj mjeri dinamizirati tržište hartija od vrijednosti u Republici Srpskoj i Bosni i Hercegovini. Pod **investicionim fondovima** treba podrazumijevati finansijskog posrednika koji prikuplja sredstva od individualnih ulagača koji ulažu ta sredstva u potencijalno širok spektar hartija od vrijednosti ili druge imovine.<sup>26</sup> Dakle, investicioni fondovi se javljaju i na primarnom i na sekundarnom finansijskom tržištu. Na primarnom se javljaju kao emitenti akcija ili udjela, a na sekundarnom kao ulagači (investitori) u hartije od vrijednosti ili druge vrste portfolija (recimo, nekretnina). Pri tome svaki ulagač ima potraživanje prema portfoliju koji je formirao investicioni fond srazmjerno iznosu koji je uložio. Dakle, riječ je o velikom „loncu“ (depu) – posebnoj imovini u koju bezbroj ulagača uplaćuje kapital.<sup>27</sup> Tako pribavljenom imovinom upravljaju kvalifikovani specijalisti, tzv. portfolio menadžeri, odnosno investicioni menadžeri. Oni nastoje da putem kvalifikovanog upravljanja hartijama od vrijednosti dođu do maksimalnog prinosa iz postojeće imovine uz istovremeno minimiziranje rizika putem njegove disperzije.

Međutim, postoje i drugi razlozi zbog kojih su investicioni fondovi atraktivni za ulagače:

- *profesionalno upravljanje*, koje je posebno važno za male ulagače koji ne posjeduju odgovarajuća znanja i informacije da bi načinili kvalitetan izbor hartija od vrijednosti. Profesionalni portfolio, odnosno investicioni menadžment i njegove analize dobar su mehanizam za ostvarivanje sigurnijih i značajnih prinosa;
- *niski troškovi transakcija*, zbog trgovine velikim blokovima hartija od vrijednosti i s tim u vezi efektima ekonomije obima i ušteda na brokerskim naknadama i provizijama;

<sup>26</sup> Zvi Bodie, Alex Kane, Alen J. Marcus: Essentials of investments, McGraw – Hill/Irwin Companies, 2001, str. 98.

<sup>27</sup> Da bi se korisnicima pružila jasna slika imovinskog, prinostnog i finansijskog položaja otvorenog investicionog, fonda nužno je prezentovati sljedeće finansijske izvještaje:

- Bilans stanja (izvještaj o neto imovini),
- izvještaj o promjenama na neto imovini fonda,
- izvještaj o strukturi ulaganja fonda,
- izvještaj o strukturi ukupne imovine fonda,
- izvještaj o novčanm tokovim,
- izvještaj o broju udjela i promjeni broja udjela,
- izvještaj o transakcijama sa povezanim licima.

Šire vidjeti: prof. dr Kata Škarić – Jovanović; Finansijsko izvještavanje investicionih fondova – instrument zaštite investitora, Drugi Simpozijum, SRRRS, Teslić, 2007.

*Pod investicionim fondovima treba podrazumijevati finansijskog posrednika koji prikuplja sredstva od individualnih ulagača koji ulažu ta sredstva u potencijalno širok spektar hartija od vrijednosti ili druge imovine.*



- *visok stepen likvidnosti i brzog povraćaja*, jer kada je riječ o otvorenim investicionim fondovima postoji obaveza fonda da otkupi investicione jedinice (udjele) od ulagača koji taj otkup zahtijevaju, gdje ulagač u fond može relativno brzo prodati svoje jedinice odnosno udjele;
- *knjigovodstveno evidentiranje i administriranje*, pri čemu investicioni fondovi izrađuju finansijske izvještaje i brinu se o čuvanju hartija od vrijednosti, vode dosije za potrebe poreske administracije, i slično;
- *diverzifikacija i djeljivost*, gdje investicioni fondovi udruživanjem omogućuju ulagačima držanje određenog udjela različitih hartija od vrijednosti. Na taj način investicioni fondovi mogu postati veliki igrači na finansijskom tržištu, dok pojedinačni ulagač za to nema mogućnost;
- *nemogućnost neetičkog ponašanja*, zbog veoma preciznih pravila poslovanja fonda te s tim u vezi zatvaranje prostora za eventualne prevare i manipulacije.<sup>28</sup>

Od pojma investicioni fond ili investiciona kompanija, treba razlikovati upravljačku ili menadžment kompaniju koja se u našem zakonu naziva društvo za upravljanje investicionim fondom.

**Društvo za upravljanje investicionim fondovima** osniva se kao društvo kapitala. Na njega se primjenjuje zakon o privremenim društvima ako se posebnim zakonom ne propiše drugačije. Akcije ili udjeli društva za upravljanje mogu se uplatiti samo u novcu i u cjelosti prije njegove registracije. Društvo se osniva po sistemu dozvole nadležnog organa i ono ne može da bude neposredno ili posredno vlasnik investicionih jedinica otvorenog fonda kojim upravlja.

Za čuvanje hartija od vrijednosti investicionog fonda društvo kao punomoćnik fonda zaključuje ugovor sa depozitorom.

Našim zakonom je utvrđeno da se društvo za upravljanje investicionim fondovima osniva kao društvo sa ograničenom odgovornošću ili akcionarsko društvo i isključivo se bavi osnivanjem investicionih fondova i njihovim upravljanjem. Riječju, radi se o ulaganju novčanih sredstava u vlastito ime i za račun vlasnika udjela otvorenih investicionih fondova i u ime i za račun akcionara zatvorenih investicionih fondova te obavljanje i drugih poslova<sup>29</sup>, kao što su:

- upravljanje imovinom fonda,
- promovisanje investicionih fondova i prodaja udjela u otvorenim investicionim fondovima, odnosno akcija u zatvorenim investicionim fondovima,
- administrativni poslovi (vođenje poslovnih knjiga i sastavljanje finansijskih izvještaja, utvrđivanje vrijednosti imovine fonda i obračun cijene udjela vlasnika udjela i akcionara iz imovine fonda ili dobiti fonda, vođenje registra vlasnika udjela odnosno akcionara, vođenje arhive, održavanje odnosa sa investitorima, i sl.).

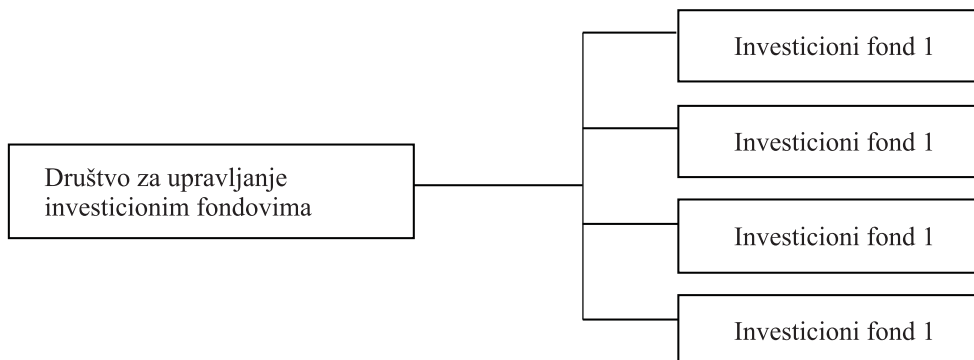
Najniži iznos osnovnog kapitala društva za upravljanje je 200.000 KM,<sup>30</sup> s tim da najmanje dva člana uprave društva za upravljanje moraju imati stručno znanje i iskustvo potrebno za vođenje poslova društva za upravljanje. Obično društvo za upravljanje sastavljeno je

<sup>28</sup> Zakon o investicionim fondovima u SAD-u donesen 1940. i danas je na snazi, a u međuvremenu nijedan fond nije bankrotirao.

<sup>29</sup> Vidjeti čl. 19. do 42, Zakona o investicionim fondovima "Službeni glasnik RS" br. 36/06.

<sup>30</sup> U Njemačkoj društvo za upravljanje investicionim fondovima mora da ima najmanje 2,5 miliona eura kao osnovni kapital.

od više investicionih fondova koji imaju posebne **ciljeve, menadžment, investicione strategije i portfolio strukturu**, što se može pokazati na sljedeći način:



U ime ulagača investicioni fondovi ulažu u spektar različitih hartija od vrijednosti (korporativne akcije i obveznice, državne i municipalne obveznice, komercijalne zapise i sl.). U zemljama razvijenih finansijskih tržišta u dnevnim informativnim glasilima objavljuju se cjenovne kotacije investicionih fondova grupisane po društvima za upravljanje (menadžment kompanijama). Podaci ukazuju da društva za upravljanje potencijalnim ulagačima nude mnoštvo različitih investicionih fondova sa višestrukim investicionim ciljevima. Prelazak nekog od ulagača iz jednog u drugi fond u okviru istog društva za upravljanje uglavnom je besplatan. I struktura provizija za sve fondove u okviru društva za upravljanje je najčešće ista, od 0,2 % do 1,5% imovine. U Sjedinjenim Američkim Državama pet najvećih menadžment kompanija kontroliše više od 32 % aktive svih investicionih fondova<sup>31</sup>, što ukazuje na to da se gotovo svaka investiciona preferenca može zadovoljiti u okviru velike menadžment kompanije.

**Depozitarna banka.** Da bi obezbijedili jasno podvajanje imovine fonda, a to znači imovine ulagača u fond, od imovine društva za upravljanje i da bi se zaštitili interesi ulagača, društva za upravljanje su obavezna da izaberu depozitarnu banku i da s njom sklope ugovor. Nadležnost banke je uređena Zakonom o investicionim fondovima,<sup>32</sup> a njen primaran zadatak je da se stara o imovini fonda, da vodi posebne račune za njegovu imovinu te da vrši nadzor nad poštovanjem zakona i statuta fonda štiteći time interese ulagača. Depozitarna banka isključivo po nalogu menadžmenta fonda kupuje i prodaje hartije od vrijednosti odnosno prodaje, izdaje i otkupljuje udjele. Ona kontroliše i potvrđuje vrijednosti neto imovine i kontroliše obračun prinosa otvorenog fonda. Kastodi banka koja vodi račun obavezuje se kod institucije za nadzor vršenja finansijskih usluga da će za fondove djelovati kao staralac i da će uplaćeni novac odmah i direktno prebaciti u smjeru izdatih naloga.

**Posebna imovina.** Društva za upravljanje investicionim fondovima formiraju više različitih investicionih fondova koji se, između ostalog, razlikuju i po osnovi politike ulaganja.

U svijetu je prisutno oko 60.000 investicionih fondova, dok ih je u Njemačkoj oko 5000. Zakonodavac propisuje da novac svih fondova i kapital društva za upravljanje investicionim fondovima, odnosno depozitarne banke moraju uvijek da se vode i knjiže odvojeno jedni od drugih. Budući da otvoreni investicioni fondovi nemaju svojstvo pravnog lica, ulaganja

<sup>31</sup> Fabozzi, Frank J, Franko Modigliani i Michael g Ferri, 1994, str. 155.

<sup>32</sup> Vidjeti čl. 49-53. Zakona o investicionim fondovima Republike Srpske.

investitora u dati fond se tretiraju kao posebna imovina. Ne samo da se njome posebno upravlja već ona pripada ulagačima u fond, a ne vlasnicima društva za upravljanje. Ako društvo upravlja sa više fondova, imovina svakog od njih će biti posmatrana odvojeno od imovine drugih fondova i od imovine društva za upravljanje.

**Investicioni menadžer** zaposlen je u društvu za upravljanje investicionim fondovima i radi u njihovo ime. Pred investicione menadžere postavljaju se visoki zahtjevi kako bi mogli preuzeti zadatak upravljanja fondom. Ono što ih treba karakterisati je da imaju iskustva u praksi tržišta kapitala, i to u vremenu njegovog rasta, ali i pada, i da ima određena znanja o privrednom sistemu. To, u osnovi, moraju biti jake ličnosti koje su u stanju da podnesu pritisak dnevnih objava cijena i izvrše komparativne analize sa saradnicima koji su spremni da rade puno duže od trajanja radnog vremena i da budu svjesni da će u slučaju loših rezultata ostati bez posla.

Na osnovu prethodnog osnovano je ustvrditi da neto vrijednost fonda uveliko zavisi od učinka investicionog menadžera. To drugim riječima znači da se prilikom kupovine udjela u fondovima **ne kupuju fondovi, već se novac stavlja na raspolaganje investicionom menadžeru**. Prilikom izbora fonda dobri savjetnici prvenstvo daju kontinuitetu u upravljanju fondovima.

### 2.5.2. Značaj investicionih fondova

Investicioni fondovi, prije svega, služe interesima pojedinaca – ulagača u hartije od vrijednosti. Ne zanemarujući činjenicu da i pojedina preduzeća i tzv. institucionalni investitori poštuju principe diverzifikacije rizika i različite mehanizme osiguranja likvidnosti kroz portfolio investiranje, u njihovom slučaju može se govoriti više o tehnikama poslovanja, a ne o institucionalnom karakteru, odnosno organizaciji. Da bi se razumjela navedena definicija i svrha formiranja investicionih fondova, neophodno je ukazati na sljedeće:

- Investicioni fondovi su finansijske institucije, odnosno institucije koje prikupljaju i alociraju kapital. U užem smislu, to su investicione kompanije, firme, čiji je predmet djelatnosti „investiranje, reinvestiranje, posjedovanje, držanje ili trgovina hartijama od vrijednosti“.<sup>33</sup> Ovo uže pojmovno određenje značajno je zbog razlikovanja investicionih fondova od drugih finansijskih institucija, kao što su banke, štedionice i slično.
- Investicioni fondovi ulažu sredstva u portfolio hartija od vrijednosti pa bi sa stanovišta domaće terminologije pogodniji naziv za ove fondove bio „portfolio fondovi“.
- Investicioni fondovi su profesionalno vođene firme. Ulagrač će nastojati da sam odabere portfolio hartija od vrijednosti kada je riječ o manjem broju hartija u koje je uložio novac. Ali, manji portfolio podrazumijeva i veću koncentraciju rizika, manju likvidnost i manje moguće maksimiranje profita, odnosno kapitalne dobiti. S druge strane, ulagač će imati ograničene mogućnosti investicione analize različitih hartija od vrijednosti ili će proces analize biti vremenski duži, što će onemogućiti fleksibilnost u donošenju investicionih odluka. Ne treba zanemariti ni fiskalni aspekt gdje će različit stepen fiskalnog opterećenja pojedinih oblika ulaganja zavisiti od preferencija države u stimulanju ulaganja u hartije od vrijednosti.
- Konačno, investicioni fondovi, predstavljaju način plasmana novca u hartije od vrijednosti na osnovu naloga (mandata) ulagača, odnosno u ime i za račun ulagača. To znači da jedan od ciljeva njihovog formiranja – disperzija rizika – može biti pretvoren u svoju suprotnost, odnosno da investicioni fond zloupotrijebi nalog ulagača. Da bi se to izbjeglo,

<sup>33</sup> Definicija preuzeta iz američkog Zakona o investicionim kompanijama iz 1940. godine.

odnos ulagača i fonda je formalno detaljno regulisan (normama obligacionog prava), ali i zaštićen načelima i praksom zaštite investitora (djelatnosti i pravila komisija za hartije od vrijednosti, odnosno berzanskih komisija ili odgovarajućih državnih ustanova). U uslovima nerazvijenog tržišta hartija od vrijednosti, kakvi su kod nas, biće veoma važno da se zaštita ulagača i u ovom domenu što preciznije utvrdi.

Na osnovu sintagme Henry Forda na početku ovog dijela, osnovano se zapitati **da li znate formulu za prvi milion.**

Svi oni koji ne znaju tu formulu su vjerovatno i najudaljeniji od prvog miliona. Čini se da je prvo potrebno prepoznati i utvrditi cilj i načiniti prvi korak ka tom cilju. Bez obzira na to koliko ste udaljeni od tog cilja, ukoliko ga želite ostvariti, to ćete i učiniti.

Formula za prvi milion je:<sup>34</sup>

$$1 \text{ milion KM} = \text{Prinos p.a.} \times \text{uloženi kapital} \times \text{vrijeme} \times \text{disciplina} \times \text{znanje}$$

(cilj) (put)

Dakle, morate biti svjesni potrebe usaglašenosti svih ovih komponenti što treba da vas disciplinuje kako biste mogli dostići cilj. Počnimo od faktora vremena. U narednom primjeru se na najbolji način vidi značaj poslovice „vrijeme je novac“.

Naime, pretpostavimo da su mlade dame A i B sa 18 godina završile srednju školu. Kako su obje počele dobijati od svojih roditelja po 1000 KM, mogle su da razmišljaju šta učiniti s tim novcem.

Dok osoba B razmišlja o sadašnjem životu i uživanju u njemu, izabrala je varijantu da će štedjeti ono što ostane na kraju mjeseca.

Slijedeći savjete roditelja osoba A je na početku mjeseca ostavljala 250 KM za štednju, a ostalo trošila. Nakon izvjesnog vremena osoba B konstatuje da joj na kraju mjeseca za štednju ne ostaje ništa, ali računa da je još mlada.

Nakon dužeg vremena u 31. godini su se obje udale. Osoba A je očekivala dijete, tako da više nije radila, ali joj primanje njenog supruga omogućuje da ne dira ušteđevinu, međutim, morala je da prekine svoju praksu štednje od 250 KM na početku mjeseca. S druge strane, osoba B i njen suprug još ne žele djecu i odlučuju da od svojih primanja štede 250 KM mjesečno.

Dakle, dok osoba A štedi 13 godina po 250 KM mjesečno i ostavlja već ušteđeni iznos da se dalje sam razvija, osoba B počinje štedjeti tek nakon 13 godina po 250 KM mjesečno.

Osnovano je pitanje: koliko osoba B i njen suprug treba da štede da bi dostigli iznos koji je osoba A uštedjela? Odgovor je jasan: njih dvoje nikada ne mogu stići osobu A. Razlog je u faktoru vremena i kamate i složenog računanja kamata po principu „kamata na kamatu“ gdje osoba A ostaje pobjednik zauvijek. To upućuje na konstataciju da što prije počnemo da štedimo, bićemo bogatiji.

Investicioni fondovi su jedan od mogućih formi ulaganja novca, gdje praktično i iz prethodnog primjera vidimo da uložiti novac znači obezbijediti mogućnost stvaranja kapitala. Prethodna formula, zapravo, pokazuje kako da postanete bogati, gdje praktično treba krenuti i načiniti prvi korak, a zatim početi štedjeti danas, a ne sutra, jer tek kada se započne štedjeti, kamate i njihovo složeno računanje „kamate na kamatu“ počinje raditi za vas.

Prije pojave investicionih fondova kod nas je postojala mogućnost isključivo direktnog ulaganja novca sa svim svojim šansama i rizicima, o čemu ćemo u nastavku nešto detaljnije razmotriti.

<sup>34</sup> Andras Ruhl, Investmentfonds-verstehen und richtig untzen, FinanzBuch Verlag, Munchen, 2004, str.19.

Da bismo pravilno odgovorili na ovo pitanje (dilemu), osnovano je razmotriti tuđa iskustva. U svijetu novca, u kome se on kreće od onih koji kupuju ka onima koji prodaju, te od onih koji daju u zajam ka onima koji uzimaju u zajam, transakcije se odvijaju i postoje beskonačno a obavljaju se posredno i neposredno. Akteri na finansijskom tržištu uvijek imaju isti motiv, od sticanja, održavanja do uvećavanja vrijednosti. Veza između suficitarnih i deficitarnih subjekata može da se uspostavi posredno – preko tržišta hartija od vrijednosti i preko posrednika (depozitnih i nedepozitnih finansijskih institucija).<sup>35</sup> Pri tome su šanse u tijesnoj vezi s rizicima.

Recimo, za njemačke ulagače bilo je veoma često izazovno da investiraju u **inostrane obveznice** (prije uvođenja monetarne unije i eura). Pri tome se rizik velikih valutnih promjena kod stranih hartija od vrijednosti prihvaćao tako da je svojevremeno zabilježen značajan rast obveznica emitovanih u norveškim krunama i australijskim dolarima. Kasnije, naglim padom ovih dviju valuta u odnosu na njemačku marku mnogi ulagači su na sopstvenom primjeru mogli spoznati šta znači preuzimanje **valutnog rizika**.

U traženju alternative obveznicama u stranoj valuti došlo se do obveznica preduzeća. Ukoliko su izdate u eurima, njima se otklanja rizik promjene kursa valute. Dakle, preduzeća finansiraju svoje potrebe za kapitalom tako što emituju oročene hartije od vrijednosti i obećavaju da će godišnje plaćati kamatu i da će na kraju isteka perioda platiti pozajmljeni kapital. Što je preduzeće rizičnije za finansiranje, više se usložnjava mogućnost plaćanja kamate i glavnice. Kod lošije ocjene boniteta preduzeće pretpostavlja višu cijenu kapitala – kamatnu stopu. Samo na toj osnovi moguće je pronaći kupca obveznica kod preduzeća koja imaju rizik boniteta koji može da se pojavi i kod državnih obveznica.

Hartije od vrijednosti koje se dnevno prodaju na berzi podložne su oscilacijama u cijenama. Naime, porast kamata na tržištu kapitala negativno utiče na kurs dužničkih hartija od vrijednosti, i obrnuto. I loše informacije o preduzeću mogu uticati na pad kursa, što u oba slučaja govori o **riziku kursa**.

Za sveukupno kapitalno ulaganje postoji rizik totalnog gubitka. Prema tome, ukoliko ste u posljednje vrijeme bili vlasnik neke akcije ili pak obveznice koje su iz razloga stečaja nestale s kursne liste berze, dakle bez sadašnje vrijednosti, u tom slučaju se govori o **riziku ispadanja**.

Svi investitori koji u traganju za visokim prinosima kapitala ulažu u najudaljenije zemlje svijeta pored svih pomenutih rizika snose i dodatni **politički rizik**. Nerijetko se dešava da se, zbog političkih neprilika i nestabilnosti uloženim stranim novcem u tim zemljama ne može raspolagati, gdje on praktično postaje zaleđen.

Na osnovu prethodno opisanog direktnog ulaganja novca i kapitala može se vidjeti da praktično suficitarni subjekti direktno kupuju finansijske instrumente deficitarnog sektora. To je slučaj kada građani i preduzeća, na primjer, kupuju akcije i obveznice nekog preduzeća, obveznice države, grada ili opštine (čijim se novcem gradi novi put, most, gradski bazen i sl.). Ovaj proces ulaganja po pravilu se izvodi posredstvom hartija od vrijednosti na berzama i vanberzanskom prometu i ovaj dio finansijskog tržišta koincidira sa užim konceptom finansijskih tržišta.<sup>36</sup>

<sup>35</sup> Razlika između depozitnih i nedepozitnih finansijskih institucija je što recimo banke kao depozitne finansijske institucije imaju moć da multiplikacijom depozita kreiraju novac i odobravaju kredite, dok nedepozitne finansijske institucije nemaju tu moć, ali imaju pravo da prikupljaju i plasiraju slobodna novčana sredstva na finansijskom tržištu.

<sup>36</sup> Pod užim konceptom finansijskih tržišta podrazumijeva se organizovano sučeljavanje ponude i traženje finansijskih instituta na određenome mjestu na kome se, uz strogo poštovanje pravila trgovine, organizovano formira cijena finansijskih instrumenata. Ovaj uži koncept se, po pravilu, odnosi na primarna i sekundarna tržišta hartija od vrijednosti u formi berzanskog i vanberzanskog prometa.

### 2.5.3. Vrste investicionih fondova

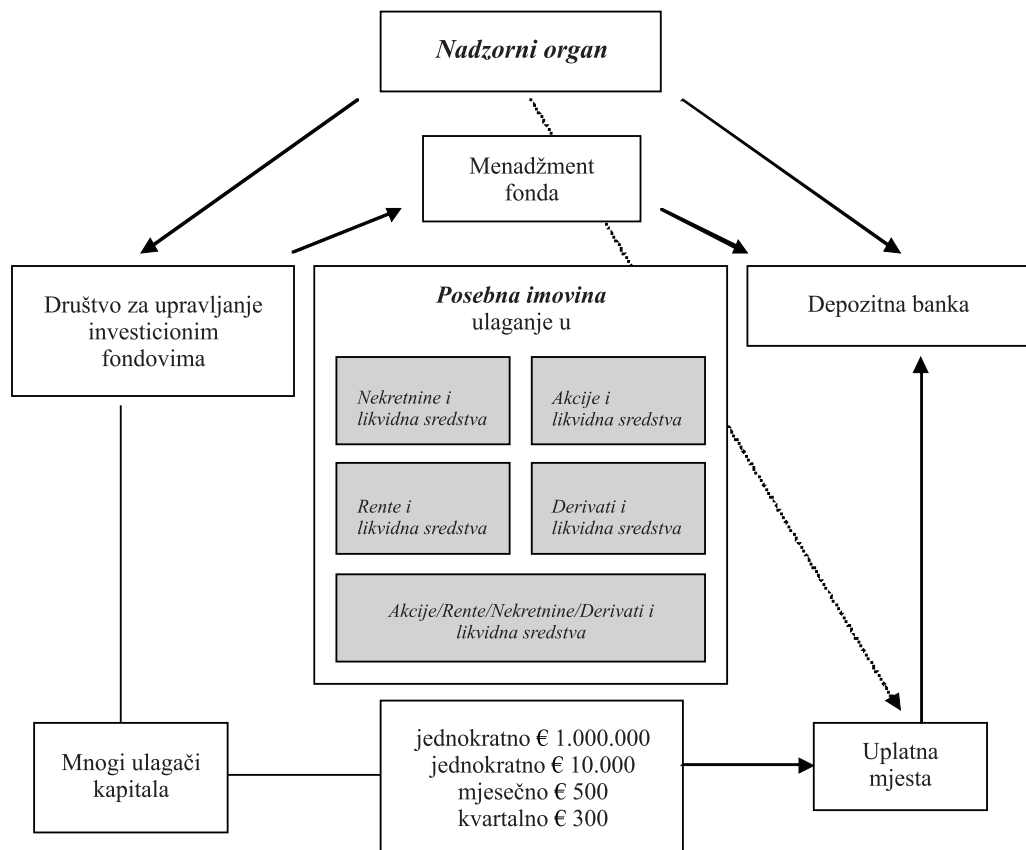
Investicioni fondovi nisu jedini oblici upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti u ime i za račun ulagača, niti su jedini način minimizacije rizika ulagača u te hartije. Portfoliom mogu upravljati i banke, dilerske i brokerske institucije, minimiziranje rizika može se uspješno vršiti i preko posebnih instrumenata transfera rizika (hedžing). Međutim, investicioni fondovi predstavljaju fleksibilniji oblik upravljanja portfoliom zahvaljujući tome što je prag ulaganja obično veoma nizak, kao i činjenica da je omogućena personalizacija investicione strategije, odnosno ulagač može izabrati fond koji najbolje odražava njegove preference vezane za ulaganje u hartije od vrijednosti (dividenda, kapitalna dobit, rast vrijednosti portfolija, oblast ulaganja i slično).

Zavisno od zemlje, odnosno razvijenosti infrastrukture tržišta hartija od vrijednosti, investicioni fondovi se javljaju pod raznim imenima i u različitim konkretnim oblicima. S obzirom na prethodno, u nastavku ćemo razmotriti vrste investicionih fondova sa stanovišta načina mobilizacije novca i prema investicionoj strategiji.

Prema načinu mobilizacije novca razlikuju se otvoreni (neograničeni) i zatvoreni (ograničeni) investicioni fondovi.

Kako funkcionišu investicioni fondovi, može se ilustrovati na slijedećem grafiku:<sup>37</sup>

Slika 4.5. Kako funkcionišu investicioni fond - zakonski zaštićeni tok<sup>38</sup>



<sup>37</sup> Savezna agencija za finansijske usluge Njemačke

<sup>38</sup> Andras Ruhl, Investmentfonds-verstehen und richtig nutzen, FinanzBuch Verlag, Munchen, 2004, str. 39.



**Otvoreni investicioni fondovi** (Open-ended Investment Funds) poznati su pod imenom uzajamni fondovi (Mutual Funds). Takav naziv su dobili pošto im se permanentno mijenjaju broj vlasnika i tržišna vrijednost kapitala. Ovi fondovi kontinuirano emituju i prodaju sopstvene akcije, odnosno udjele, ulagačima i kontinuirano ih kupuju, omogućavajući neprekidnu likvidnost svojih akcija (udjela). Ovaj fond nema svojstvo pravnog lica, već je ugovorna tvorevina koja se bavi isključivo ulaganjem kapitala u prenosive hartije od vrijednosti po slijedećoj šemi: novčana sredstva prikupljena od velikog broja sitnih ulagača povjeravaju se depozitnoj banci, a za stručne poslove u vezi s alociranjem kapitala u hartije od vrijednosti angažuje se društvo za upravljanje.

Akcije (udjeli) ovih fondova glase na iznos koji predstavlja srazmjerni dio investitora u neto imovini fonda (likvidaciona vrijednost fonda). Cijenu akcija ne određuje tržište (ponuda i tražnja, odnosno berza). Ona se izražava kao odnos neto imovine fonda i broja emitovanih akcija (NAV). Određivanje cijene akcija sastoji se od ukupne aktive fonda, koja predstavlja tržišnu vrijednost hartija od vrijednosti u portfoliju, uvećane za ostalu aktivu (na primjer, gotovina) oduzima se ukupna pasiva (svi troškovi uključivši i proviziju za upravljanje portfoliom) i dijeli se brojem emitovanih (prodatih) akcija, što izgleda ovako:

$$NAV = \frac{\text{tržišna vrijednost imovine} - \text{obaveza}}{\text{ukupno emitovane akcije}}$$

Cijena akcija (NAV)<sup>39</sup> određuje se najmanje jedanput dnevno, polazeći od zaključenih lista kotacije hartija od vrijednosti. Svaki vlasnik akcije fonda ima pravo da je otkupi od fonda po cijeni koja je utvrđena prethodnog dana i realizuje u roku ne dužem od pet dana.

*Primjer 1.* Pretpostavimo da fond ima gotovinu 200.000 KM i da je tržišna vrijednost hartija od vrijednosti 800.000 KM, odnosno ukupno - tržišna vrijednost aktive fonda je milion KM (200+800). Ukoliko su obaveze fonda 100.000 KM, onda je prema formuli neto vrijednost aktive 900.000 KM. Kada se ta suma podijeli sa brojem emitovanih akcija od, recimo, 450 - neto vrijednost aktive (NAV) iznosiće dvije hiljade KM.

Za usluge kupovine i prodaje akcija investicioni fondovi mogu angažovati i brokerske kuće. Cijene akcija otvorenih investicionih fondova kotiraju se po principu kotacionih raspona koji podrazumijeva postojanje dviju cijena: **nuđene i tražene (Bid - Ask)**. Dok **Bid** predstavlja cijenu po kojoj je investicioni fond spreman da otkupi akcije od ulagača, dotle je **Ask**, zapravo, cijena po kojoj investicioni fond nudi svoje akcije javnosti na prodaju. Ona je jednaka neto vrijednosti aktive uvećane za iznos provizije koju fond zaračunava (u SAD-u od maksimalno 8,5% do 1% u zavisnosti od iznosa). S obzirom na to da li zaračunavaju ove provizije, fondovi se nazivaju opterećeni ili neopterećeni (ukoliko prilikom emisije svojih akcija ne zaračunavaju i ne naplaćuju proviziju). Međutim, neki od fondova naplaćuju proviziju samo prilikom otkupa akcija od vlasnika i ona se kreće u rasponu od 4 do 6 posto.

**Zatvoreni investicioni fondovi** (Closed-end Investment Funds u SAD-u, Investment Trusts u Velikoj Britaniji) izdaje akcije/udjele u ograničenom broju i prodaje ih ulagačima kao i svako drugo društvo kapitala. Prikupljena sredstva ulažu se u relativno postojan portfolio hartija od vrijednosti. Zbog fiksnog broja emitovanih akcija se i zovu zatvoreni investicioni

<sup>39</sup> NAV – net asset value.

*Bid predstavlja cijenu po kojoj je investicioni fond spreman da otkupi akcije od ulagača, dotle je Ask, zapravo, cijena po kojoj investicioni fond nudi svoje akcije javnosti na prodaju.*

fondovi. Ovim akcijama trguje se na berzi i njihova vrijednost zavisi od ponude i tražnje. Novac od kupljenih akcija pripada njihovim prodavcima a ne fondu. Ovi fondovi slični su holding kompanijama. Za razliku od fondova, holding kompanije vrše upravljačku kontrolu preduzeća čije su akcije u portfoliju holding kompanije.

Ovaj fond emituje akcije putem javne ponude ili inicijalne javne ponude ukoliko se prvi put pojavljuje na tržištu. On po pravilu ne vrši otkup emitovanih akcija od svojih akcionara - ulagača, ali se ovim njegovim akcijama može sekundarno trgovati na OTS tržištu.

Na osnovu prethodnog mogu se izvući i osnovne karakteristike ovih dvaju fondova:

<u>zatvoreni</u>	<u>otvoreni</u>
• Bez obaveze otkupa akcija u fondu	• Obaveza otkupa akcija u fondu
• U pitanju je samo jedna emisija, a eventualno naredne samo ako se akcionari slože	• Kontinuirano emitovanje i iskupljivanje akcija
• Fiksna broj akcija	• Varijabilan broj akcija
• Jedan prospekt za emisiju s kojim se slože akcionari	• Prospekt se kontinuirano ažurira
• Cijenu određuje odnos ponude i potražnje	• Cijena se određuje prema neto vrijednosti imovine (NAV)
• Trgovanje uz diskont/premiju	• Sva poslovanja prema NAV
• Pozajmice su dozvoljene	• Bez ili vrlo ograničene pozajmice
• Likvidna ili nelikvidna imovina	• Samo likvidna imovina

Prema investicionoj strategiji fondovi mogu biti:

1. dohodovni (Income Funds)
2. uravnoteženi (Balanced Funds),
3. akcijski (Equity Funds),
4. specijalizovani (Specialty Funds),
5. dividendni (Dividend Funds),
6. zemljišni (Real-Estate Funds),
7. fondovi tržišta novca (Money Market Funds),
8. nacionalni (Country Funds)
9. fondovi rizičnog kapitala (Venture – Capital Funds),
10. etički (Ethical Funds).

Navedeni kriterijum razlikovanja fondova i njihovi varijeteti prema tipu portfolija kojim fond raspolaže podrazumijeva, na primjer, da su u portfoliju fonda čiji je osnovni cilj maksimiranje dohotka ulagača uglavnom nađu državne hartije od vrijednosti sa visokim prinosom i dužničke hartije od vrijednosti preduzeća, preferencijalne akcije i založnice. Kod uravnoteženog fonda osnovni cilj ulaganja biće kombinacija sigurnosti, dohotka i porasta kapitalne vrijednosti hartija. Specijalizovani fondovi, recimo, biće usmjereni na formiranje portfolija vezanog za jednu industriju, geografsku oblast, ili segment tržišta kapitala. Etički fondovi biće zadužbinskog karaktera i formiraće portfolio prema moralnim, religioznim i sličnim principima.

Posebno treba istaći neke od tipova fondova koji ne izražavaju samo određenu strukturu portfolija nego imaju i niz sopstvenih karakteristika, a koji bi mogli biti relativno lako inkorporirani i kod nas. To su:

- nacionalni fondovi,
- zemljišni fondovi,
- fondovi rizičnog kapitala,
- fondovi tržišta novca.



**Nacionalni fondovi** predstavljaju oblik fondova (najčešće zatvorenog tipa) koji ulažu u hartije od vrijednosti kompanija iz drugih zemalja. Značajna je posljednjih godina aktivnost nacionalnih fondova za portfolio ulaganja u zemlje koje su na početku razvitka tržišta hartija od vrijednosti. Ovi fondovi pokazuju mnogo veći rizik za ulagače, ali, s druge strane, stimuliraju razvoj tržišta hartija od vrijednosti i njegovu internacionalizaciju.

**Zemljišni fondovi** ulažu u zemljište koje može donijeti direktan prihod (rentu) ili koje omogućavaju kapitalnu dobit kroz uvećanu cijenu na tržištu. Ovi fondovi ulagače i u stanove, poslovni prostor, izgrađeno zemljište, ali se ne mogu angažovati za špekulativna ulaganja. Zemljišni fondovi zahtijevaju posebna znanja za upravljanje portfoliom s obzirom na specifičnu oblast ulaganja.

**Fondovi rizičnog kapitala** investiraju u akcije malih i srednjih preduzeća koja nisu kotirana na berzi ili su eventualno tehnološki savremenijeg nivoa. Svrha ulaganja u ovaj tip preduzeća je realizacija kapitalne dobiti koja se formira rastom cijena akcija ovih preduzeća prilikom prijema na berzu ili zbog korišćenja tehnološke rente.

**Fondovi tržišta novca** formiraju portfolio kratkoročnih hartija od vrijednosti (državne obveznice, diskontne hartije, depozitni certifikati, komercijalni papiri, blagajnički zapisi i sl.) kao i u gotovinu. Značaj ovih fondova izražava se, prije svega, obezbjeđivanjem mogućnosti plasmana kratkoročne likvidnosti ulagača ali i ulaganjem u uslovima neizvjesnosti na tržištu i uslovima tzv. inverzne krive prinosa (kada su kratkoročne kamatne stope više od dugoročnih). U okviru ovog tipa fondova moguća je njihova dalja diverzifikacija, prema posebnoj investicionoj strategiji pojedinih fondova tržišta novca.

#### **2.5.4. Funkcionisanje investicionih fondova**

Osnovna funkcija investicionih fondova je transfer rizika ulagača što podrazumijeva niz procedura kao i odgovarajućih institucionalnih rješenja koja tu funkciju realizuju.

Za realizaciju funkcija investicionog fonda bitni su odnosi između *ulagača i fonda, fonda i kompanije za upravljanje portfoliom, fonda i banke-depozitara*, kao i odnos *fonda i okruženja* u kome posluje (tržišnog, administrativnog, fiskalnog).

**Odnos ulagača sa fondom** počiva na ugovoru o pristupu fondu koji se zasniva kupovinom akcija (udjela) fonda. Ovaj se ugovor oslanja na statut fonda i prospekt koji on emituje a koji odobrava nadležni regulatorni organ.

Prospekt fonda ima obično tri dijela:

- opis fonda i karakteristike hartija od vrijednosti koje emituje,
- tehnički detalji o fondu i njegovim metodama investiranja,
- finansijski izvještaji sa revizorskim mišljenjem.

Pored toga, prospekt će sadržati i druge informacije, posebno one koje se tiču faktora rizika iz poslovanja, poreskog statusa, provizije za upravljanje portfoliom, strukture portfolija, cijenu akcije (NAV) itd.

Ulagrač ima pravo povlačenja iz ugovora (raskid ugovora) ukoliko mu prospekt fonda nije bio dostupan.

**Odnos fonda i društva za upravljanje**, koje je obično sponzor fonda, zasniva se na ugovoru o nalogu. Društvo pruža usluge investicionog konsaltinga, aranžira transakcije, prikuplja novac emitovanjem akcija, plasira sredstva i saraduje s bankom depozitarom. Upravljačka kompanija je odgovorna za rezultate fonda.

Da bi se izbjegao mogući konflikt interesa između fonda i društva, dužnost društva je da portfoliom upravlja tako da maksimira dohodak ulagača, što se može kositi s težnjom kompanije da maksimira svoj sopstveni dohodak – zakonom i propisima regulatornih organa propisuje se niz ograničavajućih odredbi u vezi sa odnosom upravljačke kompanije i fonda (npr. struktura članova upravnog odbora fonda, glasanje skupštine fonda o najbitnijim pitanjima investicione strategije, precizno definisanje provizije kompanije itd).

Društvo za upravljanje naplaćuje proviziju za svoju aktivnost obično u određenom iznosu (npr. od 0,5% do 3,5% od prosječne neto vrijednosti aktive fonda) ili učestvuje u diobi dobiti koju fond ostvari.

Funkcija banke depozitara je da prima na čuvanje hartije iz portfolija, da vodi druge dijelove aktive fonda, izvršava plaćanje uključivši i raspodjelu dividende i kapitalne dobiti, verifikuje da li su transakcije upravljačke firme u skladu sa zakonom i ugovorom o nalogu, prenosi akcije i tome slično.

Depozitar naplaćuje proviziju za izvršene usluge. Da bi se i ovdje izbjegao konflikt interesa – posebno upravljačke kompanije i banke depozitara – budući da te dvije funkcije može vršiti ista banka, u nekim zemljama (npr. Holandija) pribjegava se zakonskom razdvajanju funkcija upravljača portfoliom i depozitara.

Kad je riječ o odnosima fonda prema okruženju, treba izdvojiti dva osnovna aspekta:

- fiskalni tretman fondova,
- nadzor nad aktivnostima fondova.

**Fiskalni tretman fondova** podrazumijeva da se u poreskom zakonodavstvu izbjegne dvostruko oporezivanje dohotka fonda i dohotka ulagača, kao i određene fiskalne olakšice. Izbjegavanje dvostrukog oporezivanja postiže se prenošenjem poreskog tereta po osnovu dividendi i kapitalnih dobitaka s fonda na ulagača. Poreskim olakšicama država nerijetko stimuliše ulagače na ulaganje u fondove što je slučaj i u Republici Srpskoj, gdje prihodi po osnovu dividendi (naknada) i kapitalne dobiti nisu oporezivi, što je u funkciji razvoja finansijskog tržišta.

**Nadzor nad aktivnostima fondova** vrše državne institucije koje su određene bilo zakonom o bankama, hartijama od vrijednosti, ili o investicionom fondu. Uglavnom se stimuliše nadzorna uloga berzanskih komisija, a u našem zakonu nadzor nad poslovanjem fondova, društva za upravljanje i banaka depozitara, kao i pravnih lica koja su ovlašćena za prodaju akcija ili udjela u investicionim fondovima provodi komisija za hartije od vrijednosti.

### **2.5.5. Šanse i rizici ulaganja u investicione fondove**

Prethodno razmatrani rizici pojedinačnih ulaganja usloveli su sredinom 19. vijeka ideju o ulaganju u investicione fondove. Za razliku od direktnih ulaganja, ovaj oblik ulaganja u investicione fondove pripada drugom dijelu finansijskih tržišta koji se odnose na indirektno finansiranje. Ovo finansiranje odvija se tako što suficitarni subjekti kupuju finansijske instrumente (depozite, učešća, udjele, polise osiguranja, komercijalne zapise) finansijskih posrednika (banaka, penzionih fondova, osiguravajućih društava, investicionih fondova, finansijskih kompanija). Nakon tako prikupljenog novca finansijski posrednici ulažu u deficitarni sektor. Prvi i najstariji oblik ovakvog ulaganja je putem banke,<sup>40</sup> a danas u svijetu razvijenih finansija sve je više finansijskih posrednika, pa i investicioni fondovi izlaze na finansijsko tržište i kupuju hartije od vrijednosti deficitarnog sektora.

<sup>40</sup> Zakonom o bankama u SAD-u od 1933. godine bilo je zabranjeno komercijalnim bankama da ulažu u hartije od vrijednosti jer je bila stroga podjela komercijalnog i investicionog bankarstva. Međutim, Zakonom o modernizaciji finansijskih usluga iz 1999. godine to je ukinuto, a naročito zakonom iz 2002. se gotovo gubi ta crvena nit podjele banaka.

Investirajući u investicioni fond svaki ulagač koristi efekat disperzije rizika. Naime, prikupljanjem različitih iznosa u jednom „loncu“<sup>41</sup> pruža se svima ista šansa. Iz ovog „lonca“ su moguća ulaganja u mnoge akcije prema principu disperzije rizika. U takvoj situaciji i mali ulagač profitira od prinosa iz cijelog „lonca“ i time ima veću disperziju rizika.

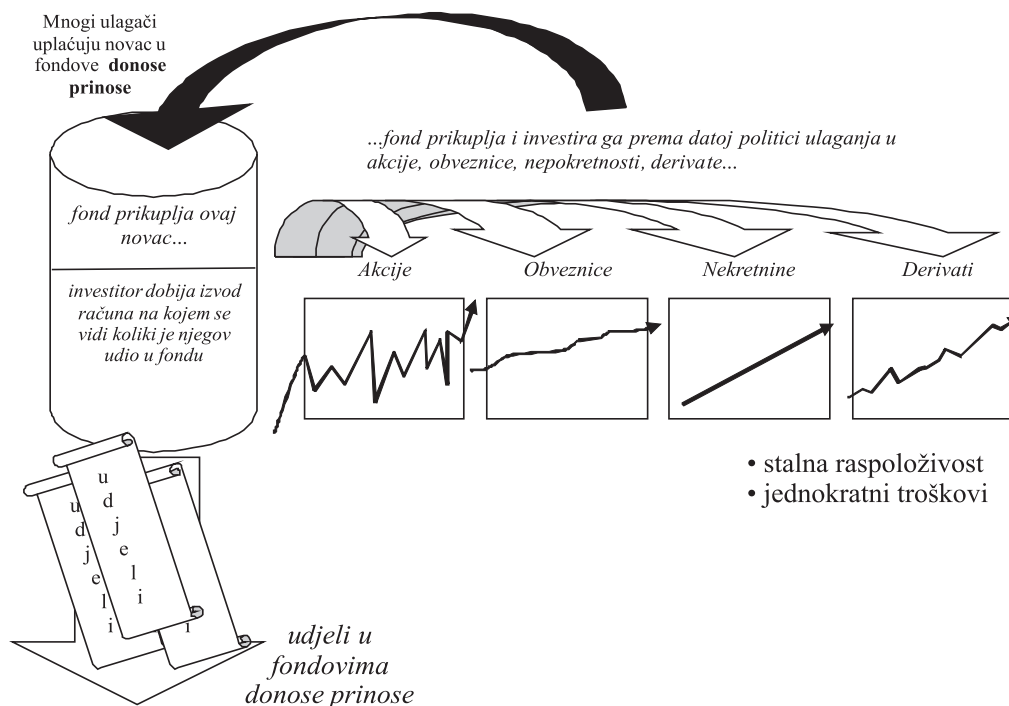
Od ukupne imovine fonda pojedinom ulagaču se odobravaju udjeli u skladu sa njegovim ulogom. Upravljanje tako skupljenom imovinom vrše kvalifikovani specijalisti, tzv. **investicioni menadžeri**. Cilj im je da putem kvalitetnog upravljanja hartijama od vrijednosti dođu do najviših prinosa iz postojeće imovine uz minimiziranje rizika putem njegove disperzije.

Nakon utvrđene politike ulaganja postoje u osnovi četiri grupe ulaganja od investicionih menadžera:

- vlasničke hartije od vrijednosti,
- dužničke hartije od vrijednosti,
- nepokretnosti,
- derivati.

Treba naglasiti da je investicioni menadžer zaposlen od društva za upravljanje investicionim fondovima i radi u njihovo ime. Grafik koji slijedi zapravo govori o načinu funkcionisanja investicionog fonda.

Slika 4.6. *Kako funkcionise investicioni fond - osnovni princip*<sup>42</sup>



<sup>41</sup> Na njemačkom jeziku (Pool) znači lonac (posuda), depo.

<sup>42</sup> Andras Ruhl, Investmentfonds-verstehen und richtig nutzen, FinanzBuch Verlag, Munchen, 2004, str. 38.

Rast vrijednosti fonda u značajnoj mjeri zavisi od učinka investicionog menadžera. Međutim, kada se govori o finansijskim tržištima uopšte, treba naglasiti da iskorišćavanje njegovih blagodeti ne zavisi samo od zakonodavnog okvira nego od navika i tradicija. Tako, recimo, američka privreda dominantno se razvijala putem tržišta hartija od vrijednosti dok se evropska razvijala putem kreditnog rasta.

Pod uticajem promjena u okruženju došlo je do promjena ponašanja aktera na finansijskom tržištu. U Sjedinjenim Američkim Državama je u periodu od 1960. do 2004. godine došlo do uočljivih promjena učešća pojedinih finansijskih posrednika u strukturi ukupne aktive, što se može ilustrovati podacima naredne tabele:<sup>43</sup>

Relativno učešće finansijskih posrednika u ukupnoj aktivi SAD-a u periodu od 1960. do 2004 (u %)					
	1960.	1970.	1980.	1990.	2004.
Osiguravajuće kompanije	24,0	19,1	16,0	17,4	17,0
Privatni penzioni fondovi	6,4	8,4	12,5	14,9	13,8
Državni penzioni fondovi	3,3	4,6	4,9	6,7	6,7
Finansijske kompanije	4,7	4,9	5,1	5,6	4,6
Investicioni fondovi	2,9	3,6	3,6	10,5	22,6
Banke	58,7	59,4	57,9	44,9	35,3

Slična situacija je i u evropskoj privredi kada je nakon buma investicija u Njemačkoj 1949. došlo do formiranja prvih investicionih fondova, da bi 1972. godine nakon kraha nekoliko preduzeća došlo do strašnog udara na ovu branšu. Danas u Njemačkoj postoji oko 5000 raznih fondova. Čini se da je ovdje osnovano postaviti pitanje:

**Zašto sredstva uložiti u investicioni fond a ne u banku?** Za razliku od mogućnosti oročavanja sredstava u banci, ulaganje u hartije od vrijednosti ima izvjesnih prednosti. Pošto investicioni fondovi ulažu prikupljena sredstva u hartije od vrijednosti, za razliku od štednog ili oročenog depozita, sredstva uložena u njih mogu s lakoćom da povuče, i to uvećana za ostvaren povrat (kamatu, dividendu, kapitalni dobitak). U banci je takva mogućnost malo vjerovatna. Ako je i moguće kod pojedinih banaka, štedišama se izađe u susret, s tim da se vrši samo povraćaj glavnice, jer se sve vrijeme za koje su sredstva bila oročena smatra bankarskim depozitom po viđenju koji ne nosi kamatu.

Drugo, s obzirom na namjenu i cilj poslovanja investicionog fonda, uložena sredstva se mogu uvećati. Međutim, istovremeno, za razliku od banke, fond može rizik u poslovanju smanjiti do njegovog eliminisanja uspješnom diversifikacijom. Treće, ali ne manje važno za individualne ulagače (investitore) je što su transakcioni troškovi za kupovinu hartija od vrijednosti mnogo niži, kao i da se do hartija od vrijednosti nekih emitenata (individualni ulagači) ne bi moglo doći bez posredovanja fonda.

### 2.5.6. *Perspektive investicionih fondova kod nas*

Zakonodavni okvir za osnivanje i rad investicionih fondova u Republici Srpskoj je stvoren, što jes potreban ali ne i dovoljan uslov. To posebno ako se ima u vidu da je:

<sup>43</sup> Mishkin, F.S, The Economics of Money, Banking and Financial Markets - Seventh Edition Update (Person International Edition, Addison Wesley, USA), 2006, str. 289.

- skoro svaki četvrti stanovnik u Republici Srpskoj u stanju siromaštva,
- da je značajan dio štednje još uvijek tezaurisan van legalnih finansijskih kanala, po osnovu čega su depoziti banaka umanjeni,
- nerazvijenost tržišta osiguranja koje, prema procjenama, koristi tek 10% svojih mogućnosti,
- nerazvijena praksa pojedinaca i pravnih lica da se gotovinski viškovi izbalansiraju na tržištu kapitala,
- nepostojanje dovoljno dužničkih hartija od vrijednosti kao tržišnog materijala,
- zamrzuta uloga Fonda PIO i Fonda za restituciju koji posjeduju "ogroman" kapital za naše prilike,
- dosadašnja institucionalna i praktična rješenja u pogledu privatizacije državnog kapitala.

Nema sumnje da ulazak investicionih fondova na tržište obogaćuje finansijsku ponudu i utiče na brojnost finansijskih institucija. Osnovano je postaviti hipotetičko pitanje - da li investicioni fondovi s bankama uvećavaju konkurenciju ili pak treba da rezultiraju sinergetskim efektima.

Čini se da veoma ozbiljno treba razmotriti realni kapacitet naših tržišta, gdje se investicione mete u Republici Srpskoj mogu svesti na broj prstiju jedne ruke, što će reći da je ovo veoma plitko tržište. Naravno, ne treba zanemariti mogućnosti da će investicioni fondovi kada je riječ o politici ulaganja sasvim izvjesno imati regionalni pristup. Međutim, čini se da je drugi korak koji je nakon prikupljanja sredstava, koji treba da načine investicioni fondovi možda u ovom trenutku važniji od ovog prvog (kako osnovati fond i prikupiti novac). Ne treba gubiti iz vida da su naši realni kapaciteti i na jednoj i na drugoj strani veoma ograničeni. Time ne mislimo da treba čekati neka bolja vremena da bi došlo do produbljivanja tržišta, pa da se onda razvija ovaj institut, već samo da se ukaže na opasnosti. Da bi se te opasnosti (rizici) smanjile, neophodno je imati jasnu ekonomsku politiku Vlade Republike Srpske u kojoj bi se jasno definisala njena politika u pogledu rasta i razvoja finansijskog tržišta i šta ona u tom cilju smjera uraditi. Dobar primjer stvaranja uslova za generisanje tražnje za finansijskim sredstvima je Zakon o dugu i garancijama Republike Srpske gdje se i lokalnim zajednicama omogućuje da emituju municipalne obveznice. Ovdje su potrebne i odgovarajuće procjene reakcije tržišta sa stanovišta ponude i tražnje kako ne bi došlo do nerealnog skoka cijena. Da bi se ublažila diskrepanca ponude i tražnje, treba paralelno razmišljati i o drugom tržišnom materijalu (drugom stubu obaveznog penzijskog osiguranja, hipotekarne založnice) koji bi eventualno smirivajuće djelovao u pogledu cijene na tom tržištu, kao i prodaja dijela državnog kapitala putem berze i promovisanje inicijalne javne ponude akcija preduzeća kao jednog od načina prikupljanja kapitala za preduzeće.

Imajući u vidu da Republika Srpska ima devet banaka, osnovano je pitanje da li će one i dalje ostati na nuđenju postojećih bankarskih proizvoda ili će ići na formiranje investicionih fondova. Očigledno da rast štednje u novim uslovima neće ići istim trendom, a na smanjenje tog trenda uticaće i opšti pad cijene kapitala što će kod klijenata stvoriti motiv da razmišljaju o tome da svoju štednju ulože u druge, atraktivnije investicione mogućnosti. Nije dovoljno samo osnovati fond, već treba doći do rentabilnog fonda koji će biti u stanju da ostvari visoke procenete zarada uz zadržavanje osnovne relacije: *prinos – rizik*, a što nije moguće u kratkom roku jer fondovi u prvim godinama imaju nesrazmjerno veće troškove u odnosu na prihode. Osnovano je pitanje ko gubi a ko dobija u uslovima investicionih fondova.

Pitanje je provokativno. Namjera nam je da ustvrdimo da, ako neko ponekad dobija, ne mora značiti da neko i gubi. U uslovima kada se putem ulaganja u investicione fondove dobija mnogo više nego ulaganjem na štednju u bankama, onda je to dovoljan razlog da se kaže da u ovom poslu niko ne gubi. Da bi se to i desilo, trebaju nam investicioni menadžeri i savjetnici koji su licencirani i koji su, zapravo, garancija uspjeha fondova a time i naših uloga.