

# **ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ И КОМПАНИЈЕ У УЛОЗИ ИНСТИТУЦИОНАЛНИХ ИНВЕСТИТОРА НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ**

## **INVESTMENT FUNDS AND COMPANIES AS INSTITUTIONAL INVESTORS IN FINANCIAL MARKETS**

**Сандра Ковачевић\***

### **Резиме**

Инвестициони фондови прикупљају и улажу средства у различите врсте имовине с циљем остварења прихода и смањења ризика улагања. У пракси постоје два типа инвестиционих фондова и то: отворени и затворени тип фондова.

Отворени инвестициони фондови су сегмент друштва за управљање фондом гдје се стално мијења број власника и тржишна вриједност капитала. Они до средстава долазе продајом својих акција, за што су спремни у сваком моменту, као и да купе своје емитоване акције од инвеститора. И државни инвестициони фондови су отвореног типа. Категоризација отворених инвестиционих фондова је могућа на:

1. фондове раста вриједности имовине,
2. фондове прихода и раста,
3. балансиране фондове, и
4. фондове очувања вриједности имовине.

---

\* Мр Сандра Ковачевић, извршни директор у Фонду здравственог осигурања Републике Српске, Бањалука.

Затворени инвестициони фондови имају фиксан број емитованих акција које иницијално продају на финансијском тржишту. Продаја акција се врши путем јавне понуде (тендера). По правилу не врше откуп емитованих акција од својих акционара. Њима је могуће трговати на секундарном тржишту путем берзе.

Финансијске компаније обављају посредничку улогу на финансијском тржишту. Оне продају своје акције или удјеле и долазе до капитала и средстава која даље инвестирају. Инвестиционе компаније се називају и "супермаркетом" инвестиционих фондова. Ове компаније располажу акцијама више фондова, имају свој портфолио и властити менаџмент. Инвестиционе компаније на тржишту новца се називају ликвидни инвестициони фондови. Они су више затвореног него отвореног типа.

На тржишту капитала инвестиционе компаније инвестирају у акције (обичне и преференцијалне) обвезнице и хипотекарне заложнице.

Инвестициони циљеви компанија су у зависности од инвестиционих циљева фондова. Ови циљеви су назначени у проспекту фондова и компаније их преузимају. Инвестиционе компаније морају да буду организоване на начин да могу да обаве функцију која им је повјерена. Оне морају имати одређену организациону структуру као што су: скупштина, управни одбор, инвестициони савјетници, дистрибутивна и продајна мрежа, одређени кадрови.

**Кључне ријечи:** инвестициони фонд, инвестициона компанија, отворени фонд, затворени фонд, тржиште новца и капитала.

## Summary

Investment funds collect and invest funds in different kinds of assets to provide revenues and reduce investment risks. In practice, there are two types of investment funds: open and closed type of funds.

Open investment funds are a social segment for fund management with continuous change in the number of owners and market price of capital. These funds acquire their assets by selling their shares, for which they are capable of at any moment as well as purchasing their issued shares from investors. State investment funds are also of the open type. Open investment funds can be classified as:

1. asset value increase funds,
2. revenue and growth funds,
3. balanced funds and
4. asset value preservation funds

Closed investment funds have a fixed number of issued shares which are initially sold in a financial market. Share selling is performed through public offering (tenders). As a rule, these funds do not purchase issued shares from their shareholders. Issued shares can be traded in a secondary market through a stock exchange.

Financial companies act as mediators in financial markets. They sell their shares and thus generate the capital and assets aimed for further investing. Investment companies are also called a 'supermarket' for investment funds. These companies possess the shares of several funds, have their own portfolio and management. In financial markets, investment companies are called liquid investment funds. They are more of a closed than open type of funds.

In capital markets, investment companies invest in shares (common and preferential ones), bonds and collateralized mortgage obligations.

Investment aims of companies are dependent on investment aims of funds. These aims are outlined in funds' catalogues and are taken over by the companies. Investment companies must be organized in a way which makes sure they are capable of performing the assigned function. They must have certain organizational structure such as: assembly, board of directors, investment consultants, distribution and selling network and certain type of employees.

**Key words:** investment fund, investment company, open fund, closed fund, financial and capital market.

## Увод

Инвестициони фондови и компаније се појављују на финансијском тржишту као институционални инвеститори. Инвестициони фондови прикупљају слободна средства и пласирају на финансијском тржишту. Они продају власничке хартије од вриједности (акције) а немају статус банке него се сматрају небанкарским финансијским институцијама. За њих се може констатовати да представљају најповољнију форму за мобилизацију капитала.

Инвестициони фондови формирају свој сопствени портфељ дугорочних хартија од вриједности. Улагањем сопственог капитала у куповину дугорочних хартија од вриједности се остварује приход по основу дивиденде и камате. Тако и мале штедише долазе у могућност да куповином дугорочних хартија од вриједности остваре приходе.

Самом појавом инвестиционих фондова и компанија је повећана просредничка конкуренција, продубљено тржиште капитала и уведен савремени приступ финансијским трансакцијама. Зато је у овом раду обрађена ова тема о инвестиционим фондовима и компанијама на финансијском тржишту, прије свега, из разлога што оне могу у значајној мјери динами-

зирати тржиште хартије од вриједности у Републици Српској, нарочито након савлађивања последица глобалне кризе.

## 1. Врсте и карактеристике инвестиционих фондова

Половином септембра 2006. године усвојен је Закон о инвестиционим фондовима<sup>1</sup>. За наше прилике ријеч је о једној потпуно новој финансијској институцији. Да би се могли сагледати донети једне такве институције у нашем финансијском систему неопходно је претходно се упознати са природом и начином функционисања ових институција. То, прије свега, из разлога што инвестициони фондови снажно дјелују на цијену капитала, а тиме и на економски раст држава, регија и цјелокупне светске привреде.

Од појма инвестиционог фонда треба разликовати управљачку или менаџмент компанију која се у нашем Закону назива друштво за управљање инвестиционим фондом које се формира као друштво капитала. При томе, акције, односно удјели друштва за управљање могу се уплатити само у новцу и у цјелости прије његове регистрације. Оно се искључиво бави оснивањем инвестиционих фондова и њиховим управљањем, или, другачије речено: ради се о улагању новчаних средстава у властито име и за рачун власника удјела отворених инвестиционих фондова и у име и за рачун акционара затворених инвестиционих фондова, те обављање и других послова.<sup>2</sup>

### 1.1. Отворени инвестициони фондови

Инвестициони фондови као институције колатералног инвестирања прикупљају и улажу новчана средства у различите врсте имовине, с циљем остваривања прихода и смањење ризика улагања. Отворени инвестициони фондови нису правна лица, него је сегмент друштва за управљање. За почетак пословања фондова је прописано да фондови треба да имају у Србији најмање 200.000 евра, док у Републици Српској требају да имају најмање 200.000 КМ. Средства се прикупљају путем издавања или продаје инвестиционих јединица. Оне се стичу искључиво куповином у новцу. Инвестиционе јединице су власничке хартије од вриједности, чији су власници и чланови фонда. Отворени инвестициони фондови значајно су присутни у последње двије деценије на тржишту капитала. Обавеза отворених инвестиционих фондова јесте да стално продају акције заинтересованим инвеститорима и имају обавезу да продате акције откупе на први

---

<sup>1</sup> Закон о инвестиционим фондовима "Службени гласник Републике Српске", 36/06.

<sup>2</sup> Члан 19 до 42, Закона о инвестиционим фондовима, "Службени гласник РС" 36/06.

позив купца. Према Правилнику о инвестиционим фондовима, кога је 2006. године донијела Комисија за хартије од вриједности, извршена је категоризација отворених инвестиционих фондова на:<sup>3</sup>

1. фондове раста вриједности имовине, који улажу најмање 75% своје имовине у власничке хартије од вриједности. Ове хартије од вриједности се издају акционарским друштвима, како домаћим тако и страним у земљи, а посебно земљама европске уније које тргују на организованом финансијском тржишту;
2. фондове прихода и раста, који улажу најмање 75% своје имовине у хипотекарне обвезнице и разне дужничке хартије од вриједности које издају правна лица (државе, централне банке, територијалне јединице, државе у окружењу, чланице ЕУ и ОЕЦД-а и сви они који тргују на организованом финансијском тржишту);
3. балансиране фондове, који улажу најмање 85% своје имовине у власничке и дужничке хартије од вриједности у које могу улагати и фонд раста вриједности имовине и фонд прихода;
4. фондове очувања вриједности имовине, који најмање 75% своје имовине улажу у краткорочне дужничке хартије од вриједности: државе, централне банке, банке у земљи и иностранству, те правна лица која издају хартије од вриједности, а којима се тргује на организованом финансијском тржишту.

Основни разлози за улагања у отворене инвестиционе фондове јесте њихова велика флексибилност, што има за директну посљедицу већу ликвидност њихових актива. Да би се избјегли ликвидносни ризици, отворени инвестициони фондови инвестирају у хартије од вриједности са којима се стално тргује на секундарном финансијском тржишту. Зато отворени инвестициони фондови у принципу имају мале проблеме са ликвидношћу. Уколико су повећани захтјеви улагача за повећањем новца, тада ти фондови могу да продају онолико хартија од вриједности колико је потребно.

Због свих наведених карактеристика, постоји могућност редукције ризика која произлази из чињенице да укупан ефекат пословања фонда представља збирни ефекат појединих финансијских инструмената из портфолиа фонда. Основни елементи за оснивање и преферирање улагања у фонд су:<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Ерић, Дејан: Финансијска тржишта и инструменти, Чигоја, Београд, 2003, стр. 222. и Комисија за хартије од вриједности "Правилник о инвестиционим фондовима", у Републици Србији, 2006.

<sup>4</sup> Ерић, Дејан: Финансијска тржишта и инструменти, Чигоја, Београд, 2003, стр. 222.

- а) економски интерес, који остварење профита у облик дивиденде и камате по основу удјела у фонду, као и капиталне добити,
- б) смањење ризика инвестирања диверзификацијом пласмана, сталним повећањем, анализом и ревизијом портфолиа,
- в) доступност ситним инвеститорима,
- г) ниже провизије у односу на оне које обрачунавају брокери и банке,
- д) професионално управљање портфолиом,
- е) финансијски консалтинг као читав сектор финансијских услуга које фондови нуде својим члановима.

Оно што на овом мјесту треба нагласити је да се рентабилност отворених инвестиционих фондова не мјери само висином реализованог профита или губитка насталих по основу улагања и продаје хартија од вриједности већ и висином нереализованог профита односно губитка који настаје по основу држања улагања.

Диверзификацијом портфолиа се знатно смањује несистематски ризик држања разних хартија од вриједности. Ово смањење портфолио ризика путем диверзификације се постиже зато што инвеститор купује једну или више акција инвестиционог фонда и тиме постаје пропорционални власник укупног фонда. То му омогућава право да у маси хартија од вриједности фонда изврши диверзификацију ризика.

Куповином акција инвестиционог фонда се купује и know how (знати како) професионалних портфолио менаџера. Они су одговорни за селекцију хартија од вриједности као и за даљу куповину и продају хартија од вриједности на тржишту капитала.

За отворене инвестиционе фондове је карактеристично да купују и продају све акције у зависности од кретања понуде и тражње на тржишту капитала. За њих је карактеристично да имају дужи рок плаћања јер исти не мора да буде промптан (може и за 7 дана). Акције отворених инвестиционих фондова се никад не могу купити по мањој цијени од цијене нето вриједности активе фонда (НАВ).

Отворени инвестициони фондови се често називају и државним фондовима. Они се организују у земљама гдје је финансијско тржиште недовољно развијено. Привлачност улагања у фондове темељи се на чињеници да се свако улагање у овај фонд сматра веома сигурним и да је ризик сведен на минимум. Ови инвестициони фондови су веома значајни за стабилност и развој инвестиционих фондова.

На финансијском тржишту се појављују и фондови који припадају богатим појединцима, финансијским институцијама и разним фондовима. Улагање у ове фондове се сматра шпекулативним начином улагања, уз коришћење софистициране хедџинг методе и арбитражне технике на тржишту корпорацијских акција. У почетку се код разних облика улагања ор-

ганизују као приватно партнерство, да би касније куповали и несигурне валуте користећи се макроекономским анализама земље. Ако економска политика дотичне земље не изгледа конзистентна и стабилност девизног курса се доводи у питање, фондови очекују девалвацију, а на продаји валута на кратко заснивају своје будуће трансакције.

Организовање фонда врше фонд менаџери и бирају пословање под постојећим условима или оф шор пословање (нпр. Џорџ Сорос). Неки фондови се организују у форми партнерства и нуде своје акције приватно богатим појединцима.

## 1.2. Затворени инвестициони фондови

Затворени инвестициони фондови (*closed-end funds*, по америчкој терминологији, *investment trusts* по британској терминологији) емитују фиксни износ својих акција које иницијално продају на примарном финансијском тржишту акција. Иницијална продаја акција на примарном тржишту акција врши се путем јавне понуде (*public stocks offerings*). Затворени инвестициони фондови не откупљују сопствене акције од њихових имаоца (холдера). Купци могу да купе акције затвореног инвестиционог фонда путем улагања средстава у фонд и путем куповине акција на иницијалној висини код инвестиционе банке. Када чланови затвореног инвестиционог фонда желе да повуку уложена новчана средства, могу то учинити само директном продајом акција на берзи заинтересованим инвеститорима.

Правилником о инвестиционим фондовима извршена је категоризација затворених инвестиционих фондова, и то на:<sup>5</sup>

1. затворене инвестиционе фондове који више од 50% вриједности своје имовине улажу у хартије од вриједности којима се тргује на организованом тржишту у земљи и берзанском тржишту у иностранству,
2. затворене инвестиционе фондове који више од 50% вриједности своје имовине улажу у акције акционарских друштава у земљи. Њима се тргује на организованом тржишту као и удјелима ортачких и друштава са ограниченом одговорношћу,
3. затворене инвестиционе фондове за улагања у непокретности који 60% своје имовине улажу у непокретности.

Сви затворени инвестициони фондови немају гаранције да ће продајна цијена акција одговарати нето вриједности активе фонда (НАВ). Цијена акција затвореног инвестиционог фонда се формира на основу понуде и тражње. Ако је цијена акција затвореног инвестиционог фонда изнад ври-

---

<sup>5</sup> Комисија за хартије од вриједности "Правилник о инвестиционим фондовима", 2006.

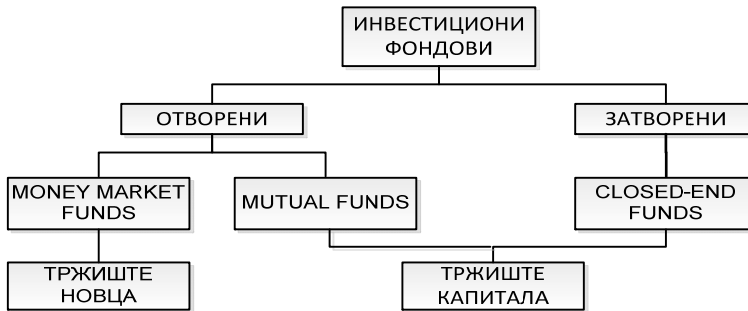
једности НАВ-а, онда се њихове акције продају уз дисконт. Код затворених инвестиционих фондова вриједност НАВ-а се сматра ликвидационом вриједношћу једне акције фонда. У случају ликвидације фонда, акционари би добили вриједност једне акције.

Затворени инвестициони фондови представљају и фондове некретнина. Овај тип затворених инвестиционих фондова улаже "слободна" новчана средства директно у некретнине, грађевинске и хипотекарне кредите. Код ових инвестиционих фондова се улаже:<sup>6</sup>

1. у реалну некретнину (стичу се приходи директно или индиректно преко ренте),
2. у хипотекарне заложице и хипотекарне кредите,
3. у облику комбинације претходна два облика инвестиционих улагања.

Акције затворених инвестиционих фондова обезбјеђују се регистрацијом ових компанија на берзи. Тиме се омогућава да холдери акција затворених инвестиционих фондова преко брокера врше продају акција на берзама или ванберзанских (ОТЦ) тржиштима. На исти начин индивидуални инвеститори могу преко брокера купити постојеће акције затворених инвестиционих фондова.

**Слика 1:** *Врсте инвестиционих фондова и њихова улагања*<sup>7</sup>



На основу претходног могу се извући и основне карактеристике ових двају фондова:<sup>8</sup>

<sup>6</sup> Вуњак, Ненад, Ковачевић, Љубомир: Финансијска тржишта и берзе, Економски факултет, Суботица, 2009, стр. 124.

<sup>7</sup> Шошкић, Дејан: Хартије од вриједности - управљање портфолиом и инвестициони фондови, Економски факултет, Београд, 2006, стр. 271.

<sup>8</sup> Драган Микеревић: Шансе и ризици улагања у инвестиционе фондове, Други Симпозијум о корпоративном управљању у Бања Врућици, Савез рачуновођа и ревизора РС и "Финрар", Бања Лука, 2007. стр. 242.



затворени	отворени
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Без обавезе откупа акција у фонду</li> <li>• У питању је само једна емисија, а евентуално наредне само ако се акционари сложе</li> <li>• Фиксан број акција</li> <li>• Један проспекат за емисију с којим се сложе акционари</li> <li>• Цијену одређује однос понуде и потражње</li> <li>• Трговање уз дисконт/премију</li> <li>• Позајмице су дозвољене</li> <li>• Ликвидна или неликвидна имовина</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Обавеза откупа акција у фонду</li> <li>• Континуирано емитовање и испуљивање акција</li> <li>• Варијабилан број акција</li> <li>• Проспекат се континуирано ажурира</li> <li>• Цијена се одређује према нето вриједности имовине (NAV)</li> <li>• Сва пословања према NAV</li> <li>• Без или врло ограничене позајмице</li> <li>• Само ликвидна имовина</li> </ul>

У крајњој линији купопродајне трансакције се врше између старих и нових холдера унутар сектора индивидуалних инвеститора. При томе, брокерске куће обављају посредничке и техничке услуге, док су берза и ОТС тржишно мјесто гдје се те трансакције обављају.

## 2. Инвестиционе компаније на тржишту новца и капитала

На финансијским тржиштима значајну улогу имају инвестиционе компаније које обављају посредничку улогу. Оне продају своје акције или удјела и долазе до капитала и средстава, која даље користе за инвестирања на финансијском тржишту. Једна инвестициона компанија у свом портфолиу има различите акције и она је носилац већег броја инвестиционих фондова различитог профила и стратегија. Зато се инвестиционе компаније називају "супермаркетом" инвестиционих фондова.

Подјела инвестиционих компанија се може извршити на оне које улажу на тржишту новца и на оне које улажу на тржишту капитала. Инвестиционе компаније располажу са акцијама више фондова, имају свој портфолио и властити менаџмент.

Инвестиционе компаније на тржишту новца углавном инвестирају у:<sup>9</sup>

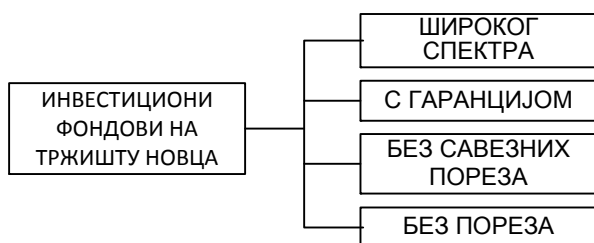
- а) краткорочне обвезнице државе,
- б) уговоре о рекуповини средстава,
- в) банкарске депозитне сертификате,
- г) банкарске акцепте,
- д) комерцијалне папире.

<sup>9</sup> Вуњак, Ненад, Ковачевић, Љубомир: Финансијска тржишта и берзе, Економски факултет, Суботица, 2009, стр. 128.

Зато се инвестиционе компаније на тржишту новца зову и ликвидни инвестициони фондови (liquid assets funds). Они су формално отворени инвестициони фондови, али им дивиденда више личи на камате и веома су слични берзанским рачунима. Њихов циљ је да зараде високе стопе приноса од инвестирања у ликвидне, нискоризичне и краткорочне финансијске инструменте тржишта новца. У посљедње двије деценије ови инвестициони фондови су на тржишту новца постали тихи џинови, јер је њихова актива 2005. године износила око 2.000 милијарди. Они улажу у краткорочне хартије од вриједности, са роком доспијећа сада само до 90 дана. Одликују се са великом сигурношћу и каматном стопом већом од штедних рачуна, тако да су конкурентни банкама. Приноси ових фондова се објављују једном недјељно.

Улагања инвестиционих компанија на тржишту новца имају широку лезу са великом сигурношћу и без великог су ризика.<sup>10</sup>

*Слика 2: Структура портфолиа инвестиционих фондова на тржишту новца*



Из структуре портфолиа се може видјети да су на првом мјесту улагања у широк спектар краткорочних хартија од вриједности, затим улагања са гаранцијама претежно државе, па затим улагања без државних и локалних пореза.

Инвестиционе компаније на тржишту капитала инвестирају углавном у акције (обичне и преференцијалне), обвезнице (конвертибилне, државне, муниципалне) и хипотекарне зложнице. У новије вријеме инвестициони фондови улажу средства и у финансијске деривате (опције, фјучерсе, форворде, свопове и варанте).

### 3. Инвестиционе компаније и инвестициони циљеви

Инвестиционе компаније су данас у свијету најзначајније финансијске институције. Њихово пословање представља подручје посебне законске

<sup>10</sup> Шошкић, Дејан, Живковић, Бошко: Финансијска тржишта и институције, Економски факултет, Београд, 2006, стр. 459.

регулативе. Инвестиционе компаније су посебно развијене у САД-а, гдје је први закон о инвестиционим компанијама донесен још давне 1940. године. У периоду 1980-1990. године број инвестиционих компанија повећава се 12 пута. Инвестиционе компаније у свом саставу имају један или неколико инвестиционих фондова и имају већу активу од бруто производа неких мањих држава.

Постоји разлика између три основна типа инвестиционих компанија:<sup>11</sup>

1. компаније које издају сертификате са номиналном вриједношћу која је већа од износа који инвеститори уплаћују у садашњости. Ради се о компанијама које продају своје хартије од вриједности уз дисконт, ради остварења добити инвеститору,
2. инвестициони трустови са удјелима (емитују удјеле) и једном креиран портфолио се не мијења, имају фиксан рок доспијећа и након исплате свих обавеза обично престају са радом,
3. управљачке инвестиционе компаније које могу бити отвореног и затвореног типа.

Инвестиционе компаније на тржишту новца се називају ликвидни инвестициони фондови. Ликвидни инвестициони фондови су више отвореног него затвореног типа. Дефинисање дивиденде је слично одређивању висине камате код банке. Инвестиционе компаније на тржишту новца улажу у краткорочне хартије од вриједности, са роком доспијећа од 90 до 120 дана, а ради остваривања високих стопа прихода по основу инвестирања. Приноси ових инвестиционих фондова се објављују једном седмично у дневној штампи. Новчана средства ових инвестиционих фондова се инвестирају у велики број различитих краткорочних хартија од вриједности.

На тржишту капитала инвестиционе компаније инвестирају у акције (обичне и преференцијалне), обвезнице (конвертибилне, државне и муниципалне) и хипотекарне заложнице. У последње вријеме инвестициони фондови врше инвестирање у финансијске деривате (опције, фјучерсе, свопове и варанте).

Инвестициони циљеви компанија зависе од инвестиционих циљева фондова. Ови циљеви су обавезно назначени у проспекту фонда. Код инвестиционих фондова који послују на дугорочном финансијском тржишту инвестирање се врши претежно у акције (фондови акција) или претежно у обвезнице (фондови обвезница). Циљеви инвестирања могу бити поједина предузећа, гране, компаније које имају брз развој и раст и које доносе капиталне добитке. Неке инвестиционе компаније подржавају поједине земље, регионе или пак подржавају поједине берзанске индексе. Инвестици-

<sup>11</sup> Frederick S. Mishkin: Финансијска тржишта и институције, "Мате", Загреб, 2005, стр. 219.

они циљеви фондова стално се мијењају и могу се подијелити у неколико група:<sup>12</sup>

1. инвестициони фондови агресивног раста чији је циљ капитална ап्रेसијација тј. раст вриједности акција из њихових портфолиа. Ови фондови су спремни да поднесу веома велики ризик и уз корекцију за разлике, имају дугорочно веома добре перформансе,
2. инвестициони фондови малих компанија су слични претходним са разликом да су ограничени на улагања у мале компаније чија је укупна вриједности акција мања од једне милијарде,
3. инвестициони фондови раста који улажу у средња предузећа код којих је присутан раст,
4. инвестициони фондови раста и прихода који подједнако стављају нагласак на капиталну ап्रेसијацију и на исплату реализоване капиталне добити, дивиденде и камате,
5. инвестициони фондови високог прихода који дају предност приходима тј. исплатама,
6. избалансирани инвестициони фондови који су врло опрезни и истовремено уравнотежени у својим инвестиционим одлукама. Ови фондови до 65% своје активе улажу у акције, а остала улагања се односе на обвезнице и новац,
7. инвестициони фондови метала који углавном улажу у злато,
8. индексни инвестициони фондови који улажу у акције које су саставни дио једног од берзанских индекса. Код њих је потпуно одсутан портфолио менаџмент, а перформансе им се слажу са привредним циклусима. Менаџмент провизије су им веома ниске, јер је пасивно инвестирање веома јефтино. Индексни фондови се продају директно и нису оптерећени великим провизијама,
9. етички или социјално одговорни инвестициони фондови не инвестирају у корпорације за производњу оружја, алкохола, дувана, нечистих индустрија и сл.,
10. специјализовани инвестициони фондови инвестирају у поједине привредне гране. Ти специјализовани или секторски фондови су по правилу мањег обима, високих трошкова и са краћим вијеком руковођења од стране портфолио менаџера,
11. инвестициони фондови обвезница компанија који претежно улажу новац у предузећа. Зависно од инвестиционих циљева ови фондови могу бити релативно хомогених група. Постоје фондови који за свој

---

<sup>12</sup> Шошкић, Дејан, Живковић, Бошко: Финансијска тржишта и институције, Економски факултет, Београд, 2006, стр. 466.

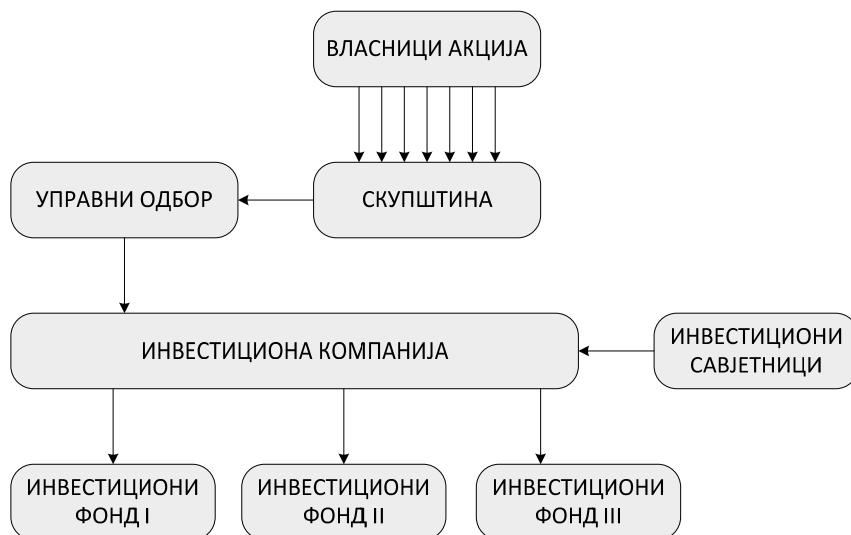
портфолио купују обвезнице са високим приносима. Фондови треба инвеститорима да обезбједе обвезнице које ће обезбиједити веће приносе од државних обвезница уз мањи ризик од банкротства у односу на обичне акције. Такође, фондови могу куповати само обвезнице најбољег квалитета, чији су емитенти предузећа високог бонитета.

12. инвестициони фондови државних обвезница који инвестирају у државне обвезнице и државно гарантоване хипотекарне заложнице са фиксном и варијабилном каматном стопом. За њих је карактеристично да привлаче инвеститоре који нису склони ризику,
13. инвестициони фондови муниципалних обвезница који инвестирају углавном у обвезнице федералних јединица и локалних државних органа,
14. инвестициони фондови конвертибилних обвезница који се могу превести у акције под одређеним условима,
15. међународни инвестициони фондови обвезница који исте инвестирају у обвезнице на свјетским финансијским тржиштима.

#### 4. Организација инвестиционих компанија

Да би се обавиле значајне функције које су им повјерене, инвестиционе компаније морају да имају одговарајућу организациону структуру.

*Слика 3: Организациона шема инвестиционе компаније<sup>13</sup>*



<sup>13</sup> Ерић, Дејан: Финансијска тржишта и инструменти, Чигоја, Београд, 2003, стр. 225.

Презентирана слика показује да инвестиционе компаније имају следећу организациону структуру:<sup>14</sup>

- а) скупштину коју чине власници и која је највиши орган компаније и она поставља чланове управног одбора,
- б) управни одбор који штити интерес власника и директно је одговоран за резултате фонда,
- в) инвестиционе и финансијске савјетнике који се налазе у оквиру управљачке компаније. Свака компанија, за разлику од фонда, управља и контролишу активу више фондова. У том случају инвестициона компанија је задужена да управља портфолиом сваког од појединачних фондова. Управљање обухвата и широку лепезу разних услуга, као што су: административне услуге за сваки фонд, услуге портфолио менаџмента, инвестиционог савјетника, извршавања налога и сл.,
- г) дистрибутивну и продајну мрежу захтјева у вези малопродајне инфраструктуре. Такође, се могу организовати споразуми са инвестиционим банкама о обављању кастоди услуга везаних за чување активе фонда, трансферног агента (трансфер власништва, издавање потврде, вађење досијеа акционара, исплату дивиденде, нове емисије и сл.),
- д) врло важан организациони елемент сваке инвестиционе компаније су кадрови (стручњаци) из реда аналитичара и савјетника. Они чине оперативни менаџмент фонда. Овакав менаџмент је одговоран за сва праћења, анализе, предвиђања тржишних кретања, доношење инвестиционих одлука, креирање и одржавање портфолиа, мјерење ризика и приноса фонда. Дакле, менаџмент је одговоран за успјех пословања цијелог фонда.

Формално инвестициони фонд у САД-у је организован као посебна компанија, тј. као "слободно" заједничко удружење. Инвеститори тј. акционари или депозитори су уједно и власници инвестиционог фонда, тј. компаније и они су ти који сnose инвестициони ризик. Инвестициони фондови по правилу немају сопствене запослене раднике.

У пракси менаџмент компанија, по правилу, даје иницијативу за успостављање инвестиционог фонда и управља већим бројем инвестиционих фондова. Она је специјализована институција за управљање портфолиом и најчешће је подружница неке инвестиционе банке, пословне банке, брокерско - дилерске куће или осигуравајућег фонда.<sup>15</sup> Односи унутар посло-

---

<sup>14</sup> Ерић, Дејан: Финансијска тржишта и инструменти, оп.цит. стр. 224.

<sup>15</sup> У Енглеској већину инвестиционих фондова оснивају осигуравајуће компаније, а у Европи банке.

вања инвестиционих фондова могу се у основи подијелити на трансакције са хартијама од вриједности које изводе инвестициони фондови и трансакције везане за купопродају акција самих фондова.

Када се доноси одлука о неопходности трансакције, портфолио менаџер фонда даје налог свом брокеру да га реализује на берзи или у ванберзанском промету. Брокери од обе купопродајне стране извјештавају клириншку кућу о обављеној трансакцији. Клириншка кућа упоређује добијене податке, иницира потребне корекције и гарантује поравнање трансакција. Клириншка кућа одређује и нето ситуацију на рачунима брокерских кућа и евентуалне потребне новчане трансфере ради њиховог поравнања. Клириншка кућа просљеђује информације о промјени власништва над хартијама од вриједности и задужена је за чување сертификата хартија од вриједности – ДТЦ. Она повјеренику фонда издаје потврду о промјени власништва. Истовремено, клириншка кућа повјеренику фонда испоставља и готовински салдо обављене трансакције о којем повјереник извјештава портфолио менаџмент фонда.

Инвеститор непосредно ступа у контакт са посредником трансфера изабраног фонда и иницира куповину или продају акција фонда. Посредник трансфера књижи промјене власништва над акцијама фонда у својој документацији и прима уплате или даје исплате по основу акција фонда. За инвеститора фонда је карактеристично да може трансакцију са акцијама фонда обавити и посредно уз консултације. У том случају брокер испоставља налог посебној институцији која је дио националне клиринг корпорације хартија од вриједности која има функцију клириншке куће за акције инвестиционих компанија. Даље се подаци о инвеститору просљеђују посреднику трансфера који их региструје у својој документацији, прима уплате или врши исплате по основу акција фонда.

## 5. Карактеристике проспекта инвестиционих фондова

Проспект инвестиционог фонда представља званични документ који јавно објављује важне информације о пословању дотичне компаније. Проспект је посљедњих година поједностављен, с тим да се исти ажурира најмање једном годишње. Проспект садржи битне информације које су намијењене потенцијалним инвеститорима о емитентима хартија од вриједности. Проспект треба да је јасан, разумљив и да се лако чита. Ако инвеститори желе додатне информације, тада информације објављују инвестиционе компаније као дио Б проспекта. Проспект треба да се односи само на један фонд, а може и за више инвестиционих фондова. У пракси су присутни случајеви да неколико сродних инвестиционих фондова, унутар

исте менаџмент компаније користе проспект. Проспект инвестиционих фондова треба да садржи информације о:<sup>16</sup>

1. Инвестиционим циљевима фонда који се у основи могу подијелити у три групе: 1) приход, 2) капитални добици и приход и 3) капитални добици. Ови циљеви јасно наводе неки фонд и дају супериорност изабраног циља у односу на неке друге циљеве.
2. Инвестиционој политици које се треба у структури портфолиа фонд придржавати на дужи рок. То подразумијева да се јасно наведу хартије од вриједности које ће фонд држати у свом портфолиу и под којим условима. Тако ће се одређује политика трговине са финансијским дериватима (у ком обиму улазити у трговину са опцијама, вантима, фјучерсима и форвардима). У дијелу код инвестиционе политике, садржане су информације о томе да ли фонд купује акције других фондова. Ако фонд купује акције, треба навести које акције (домаће или иностране).
3. Инвестиционим ограничењима да би се прецизирано што фонд не смије чинити. Та се ограничења углавном односе на забрану давања средстава на позајмицу, о проценту учешћа фонда у акционарском капиталу емитента, о учешћу једне врсте хартије од вриједности у укупној активи фонда, о забрани куповине хартија од вриједности прије исплате, о ограничењу узимања средстава на позицију и сл.
4. Трансакционе трошкове акционара и структура пословних расхода фонда које треба дати у форми тзв. табеле провизија.
5. Финансијску историју фонда, која се заснива на подацима о приходи-ма по акцији, кретању вриједности капитала и табелом пословних стопа.
6. Детаљну анализу инвестиционог ризика портфолиа фонда, гдје се поред тржишног ризика анализирају и валутни, политички, економски, законски и други ризици. Са својом портфолио стратегијом и портфолио структуром, инвестициона компанија је дужна да упозна потенцијалне инвеститоре са ризицима које носе улагања у акције фонда. Инвестициона компанија је дужна и да упозна инвеститоре да улагања у акције фонда нису облигације и да за њих нема било каквих других гаранција, банака или сл.
7. Обавјештења о куповини и продаји акција, дају нам методу за израчунавање вриједност НАВ, те наводе минимални износ куповине акција, минималне наредне улоге на већ отворени рачун и провизије ко-

---

<sup>16</sup> Вуњак, Ненад, Ковачевић, Љубомир: Финансијска тржишта и берзе, Економски факултет, Суботица, 2009, оп. цит. стр. 124.



је се примјењују при куповини и продаји акције. Објашњавају се начини на који се нуде акције (преко мреже дилера, преко институције, директно преко фонда или пак на други начин). Такође се дају објашњења на који начин се купују акције од инвеститора и како акционари могу продати своје акције фонду. Продаја акција и њихов трансфер може се вршити путем мреже дилера, електронским жиралним исплатама, телефоном, исписивањем чекова или замјеном за акције другог фонда.

8. Услуге које инвестиционе компаније нуде својим акционарима. Услуге се односе на: могућност континуираног информисања, мијењању фондова унутар менаџмент компанија, аутоматског реинвестирања дистрибуција аутоматског повлачења средстава, аутоматског инвестиционог плана, аутоматског континуираног инвестирања са банкарског рачуна, отварање пензионог рачуна и извјештавање о резултатима.
9. Савјетнику фонда и његовим провизијама при чему се наводе подаци везани за власништво савјетника фонда, његове веза са повјереником, посредником трансфера и покровитељом фонда.
10. Имену и презимену независног повјереника, посредника трансфера и посредника за исплату дивиденде.
11. Списку исплаћених дивиденди, капиталних добитака и анализи утицаја пореских ефеката на инвеститора.

Ове информације треба да садржи сваки проспект, да би пружио праву слику бонитета о потенцијалним инвеститорима.

## Закључак

Управљање портфељом инвестиционих фондова и компанија кроз њихову организацију и систем рада, заправо се на оптималан начин реализују интереси акционара, јер је веома низак ризик из пословне активности фонда. Због тога акционари треба да добро познају хартије од вриједности које се купују у њихов портфељ. Код инвестиционих фондова и компанија се смањује ризик путем диверсификације хартија од вриједности које се налазе у њиховом портфељу. Ова диверсификација ризика се остварује инвестирањем у велики број различитих хартија од вриједности.

Инвестициони фондови и компаније представљају најпогоднију форму за развој и успјешно функционисање тржишта капитала. То се посебно огледа кроз мобилизацију "ситне" штедње, односно путем развоја тржишта капитала. При томе приноси инвестиционих фондова су далеко већи од приноса на орочене штедне улоге.

Због њиховог значаја на мобилизацији новчаних средстава и њихово успјешно инвестирање, инвестициони фондови и компаније су ако се занемари период глобалне кризе у сталном расту и развоју како по броју тако и по расту активе и портфеља хартија од вриједности те представљају најпогоднију форму улагања на савременим финансијским тржиштима.

За разлику од могућности орочавања средстава у банци, ако занемаримо период глобалне кризе, улагања у хартије од вриједности има извјесних предности. То се, прије свега, односи на то да се средства у њих могу са лакоћом да повуку и то увећана за остварени поврат (камату, дивиденду и капитални добитак). Ризик у пословању Фонда се може смањити, до готово, њиховог елиминисања успјешном диверсификацијом. Најзад, не мање значајно питање је што су трансакциони трошкови за куповину хартија од вриједности значајно нижи, као и да до хартија од вриједности неких комитената (индивидуални улагачи) не би могли доћи без посредовања фонда. Како нас је глобална криза већ опоменула, основано је констатовати како се имовина може умножити исто тако она се у кратком року може и изгубити. Зато да би финансијско тржиште било стабилно неопходно је регулаторни оквир стално усаглашавати с најбољим свјетским праксама.

## Литература

1. Ћировић, Милутин: Финансијска тржишта, Научно друштво Србија, Београд, 2007.
2. Ћурчић, Урош: Финансијско тржиште, Виша пословна школа, Београд, 2002.
3. Ерић, Дејан: Финансијска тржишта и инструменти, Чигоја, Београд, 2003.
4. Faley J. Bernard: Capital Markets, MacMillan education Ltd, London, UK, 2001.
5. Horne C. Van James: Financial Management and Policy, Prentice Hall, Inc. New York, 1996.
6. Капор, Предраг: Инвестициони фондови и инвестирање у хартије од вриједности, Пословни биро, Београд, 2007.
7. Ковачевић, Љубомир; Вуњак, Ненад: Управљање финансијама предузећа, Саобраћајни факултет, Добој, 2009.
8. Le Roy and Van Hoose David: Modern money and banking, 3-th edition, Copyright, 1993, Мате, Загреб, 2001.

9. Микеревић, Драган: Шансе и ризици улагања у инвестиционе фондове, Други симпозијум о корпоративном управљању у Бања Врућици, СРР Републике Српске и Финрар, Бањалука, 2007.
10. Милојевић, Мирослав: Финансијска тржишта хартија од вриједности у књизи: Пословање новчаним хартијама од вриједности, група аутора, Институт за економију и финансије, Београд, 1996.
11. Mishkin S. Frederic: Финансијска тржишта и институције, Мате, Загреб, 2005.
12. Mobius Mark: Mutual funds-an introduction to the core concepts, John Wiley & Sons, 2007.
13. Радмиловић, Станко: Финансијска тржишта, Финансинг центар, Нови Сад, 1994.
14. Ристић, Живота: Тржиште капитала (теорија и пракса), Привредни преглед, Београд, 1990.
15. Шошкић, Дејан: Хартије од вриједности – управљање портфолиом и инвестициони фондови, Економски факултет, Београд, 2006.
16. Вуњак, Ненад; Ковачевић, Љубомир: Финансијско тржиште, берзе и брокери, Пролетер а.д. Бечеј, Економски факултет, Суботица, 2003.
17. Вуњак, Ненад; Ковачевић, Љубомир: Финансијска тржишта и берзе, Пролетер а.д. Бечеј, Економски факултет, Суботица, 2009.
18. Витез, Мирослав: Берзе хартија од вредности и берзански послови (теорија и пракса), Економски факултет, Суботица, 2000.
19. Зец, Миодраг; Живковић, Бошко: Транзиција реалног и финансијског сектора, Институт економских наука, Београд, 1997.
20. Закон о инвестиционим фондовима ("Службени гласник РС, 36/06).
21. Живковић, Бошко; Шошкић, Дејан: Финансијска тржишта и институције, Економски факултет, Београд, 2006.