

INVESTICIONI FONDOVI KAO FINANSIJSKI POSREDNICI

Nenad Đokić*
Jasmina Brankov**

Sažetak: Promene u zastupljenosti pojedinih finansijskih institucija u ukupnim njihovim plasmanima na finansijskim tržištima očigledne su i mogu se posmatrati tokom proteklih nekoliko decenija. Među finansijskim institucijama koje su postale zastupljenije, posebno se ističu investicioni fondovi. Oni omogućavaju prednosti pri investiranju koje investitor ne bi mogao postići direktnim investiranjem na tržištu. Investicioni fondovi imaju specifičan način funkcionisanja, a pojava investicionih fondova tržišta novca jedan je od razloga velikih promena na finansijskim tržištima. Osim investicionih fondova tržišta novca postoje i druge vrste investicionih fondova, a njihovu klasifikaciju moguće je izvršiti na osnovu više kriterijuma.

Ključne reči: investicioni fondovi, prednosti investicionih fondova, vrste investicionih fondova

Abstract: Changes in the participation of certain financial institutions regarding total investments at the financial markets are evident and can be observed for last several decades. Among financial institutions that have become more present, mutual funds take special place. Mutual funds provide advantages when making investments that an investor would not have if invested directly at the market. There is a characteristic way of the mutual funds functioning, and appearance of money market mutual funds is one of the reasons for great changes at financial markets. Beside money market mutual funds there are other classes of mutual funds and classification can be performed based on several criteria.

Key words: Mutual funds, advantages of mutual funds, classes of mutual funds

Uvodne napomene

Da su česte i intenzivne promene jedna od osnovnih odlika ekonomske sfere života potvrđuje veliki broj primera. Prateći relativno učešće u ukupnoj aktivni (plasmanima) finansijskih posrednika u SAD u proteklih gotovo pola veka¹, može se sagledati jedan deo celokupnog mozaika tih promena. Tako, dok je učešće depozitnih institucija-banaka (komercijalne banke, štedno-kreditne organizacije i štedionice, kao i kreditne unije) u ukupnoj aktivni finansijskih posrednika u SAD 1960. godine iznosilo 58,7%, to učešće je palo na 37,7% po podacima iz 2002. godine. Ovaj pad, uzrokovan deregulacijom finansijskog sektora i jačanjem konkurencije ulaskom na do tada isključivo bankarsko tržište čitavog niza nebankarskih finansijskih institucija, primorao je banke da uvode intenzivne promene u svoje poslovanje i tragaju za različitim odbrambenim strategijama, uključujući i savremeni način upravljanja aktivom i pasivom tzv. ALM koncept². Među uzroke opadanja tradicionalnog bankarstva, kako objašnjava Miškin, usled pojačane konkurencije mogu se svrstati i četiri finansijske inovacije³: investicioni fondovi tržišta novca, spekulativne obveznice, tržište komercijalnih zapisa i sekjuritizacija. Odgovor banaka⁴ zasnivao se i na širenju kreditne aktivnosti ka rizičnijim segmentima kreditiranja ili, pak, uzimanju učešća u novim i profitabilnijim vanbilansnim aktivnostima.

* Nenad Đokić, saradnik u nastavi, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad, Srbija

** Jasmina Brankov, saradnik u nastavi, Ekonomski fakultet, Subotica, Srbija

¹ Frederic S. Miškin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd, 2006, str. 289

² Dr Nenad Vunjak, Kovačević dr Ljubomir, *Bankarstvo: bankarski menadžment*, Proleter-Ekonomski fakultet Subotica, Bečej-Subotica, 2006, str. 338

³ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, *Finansijska tržišta+institucije*, Mate, Zagreb, 2005, str. 453

⁴ Isto, str. 469

Ništa manje nije interesantno sagledavanje promene učešća u ukupnim plasmanima finansijskih posrednika poređenjem između pojedinih nebankarskih finansijskih institucija tokom ovog istog perioda⁵. I dok su osiguravajuće kompanije (uključujući i životno i neživotno osiguranje) i finansijske kompanije doživele pad svog relativnog učešća u 2002. u odnosu na 1960. godinu (osiguravajuće kompanije sa 24% tokom 1960, na 17,3% tokom 2002, a finansijske kompanije sa 4,7% u 1960. na 3,2% u 2002.), u isto vreme relativno učešće penzijskih i investicionih fondova je poraslo. Međutim, rast relativnog učešća u ukupnoj aktivni finansijskih posrednika kada su u pitanju penzijski fondovi nešto je sporiji u odnosu na investicione fondove. Penzijski fondovi su svoje učešće sa 9,7% po podacima iz 1960. godine, povećali na 21,6% tokom 1990, tj. na 22,6% tokom 2002, dok su investicioni fondovi sa relativnog učešća od 2,9% 1960. došli do 10,5% u 1990. tj. 19,4% u 2002. godini. Poredeći sa 1980. godinom, krajem devedesetih godina prošlog veka rast aktive investicionih fondova u SAD veći je više od 12 puta, a sličan trend rasta prisutan je i u Evropi⁶. Od kako je prvi investicioni fond osnovan u Bostonu 1924⁷. godine, njihov broj je narastao na 8.200, što znači da postoji više različitih fondova nego akcija koje se kotiraju na njujorškoj i američkoj berzi zajedno⁸. Jednom rečju, u ukupnom rastu učešća u plasmanima nebankarskog u odnosu na bankarski sektor, posmatrajuću i poredeći institucije nebankarskog sektora, svojim najintenzivnijim rastom u poslednjem periodu izdvajaju se investicioni fondovi. Osim toga, pojava nove vrste investicionih fondova (investicioni fondovi tržišta novca) jedan je od uzroka opadanja uloge tradicionalnog bankarstva.

Nažalost, ili možda, u uslovima narastajuće svetske finansijske krize, na sreću, Srbija zaostajući u razvoju finansijskih institucija, pre svega u odnosu na SAD i zemlje EU, doživela je tek tokom prethodnih godina početak razvoja investicionih fondova. U širim slojevima stanovništva, koje zbog svog ranijeg nepovoljnog iskustva, nema suštinski veliko poverenje ni u decenijama prisutne banke, ne postoji veliko poverenje niti razumevanje načina funkcionisanja ni kada su investicioni fondovi u pitanju. Čak, možda su najveću pažnju našeg stanovništva, investicioni fondovi privukli tokom nedavnih događaja izazvanih svetskom finansijskom krizom, kada su otkrivene malverzacije kojima je Bernard Madoff, nekadašnji predsednik njujorške elektronske berze „Nasdaq“ i jedan od najuglednijih brokera na *Wall Street* Volstritu pokušavao da obmane investitore koji su ulagali u njegov investicioni fond⁹. Piramidalni način funkcionisanja ovog investicionog fonda istovetan je principu poslovanja nekadašnjih piramidalnih banaka koje su jedan od osnovnih uzroka postojećeg nepoverenja stanovništva u Srbiji u finansijske institucije. Potreba razlikovanja funkcionisanja investicionih fondova od ovog slučaja zloupotrebe, koji bi mogao dobro poslužiti kao upozorenje, zatim njihov rast na razvijenim finansijskim tržištima, kao i učešće u smanjenju značaja tradicionalnog bankarstva, sugerišu investicione fondove kao izuzetno aktuelnu temu za razmatranje.

Karakteristike i prednosti investicionih fondova

Govoriti o karakteristikama i prednostima investicionih fondova podrazumeva i razmatranje odgovora na pitanje zašto je bolje uložiti svoja novčana sredstva u investicioni fond i tako ih plasirati na tržište u odnosu na plasiranje svojih sredstava direktno na finansijskom tržištu. Osim toga, za sagledavanje celokupne slike o tome koje prednosti investicioni fondovi nude, potrebno je uvideti i koje su to specifičnosti i pogodnosti koje plasman sredstava u investicioni fond pruža u odnosu na plasman tih istih sredstava ka nekom drugom finansijskom posredniku.

Uloga finansijskih tržišta ogleda se, pre svega, u tome što spajaju sa jedne strane one subjekte koji raspolažu viškom novčanih sredstava sa onima koji imaju njihov manjak. Pri tome, globalno posmatrajući, postoje dve

⁵Frederic S Miškin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd, 2006, str. 289

⁶Dr Boško Živković, dr Dejan Šoškić, *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd, 2006, str. 456

⁷Anthony Saunders, Marcia Millon Cornett, *Finansijska tržišta i institucije*, Masmedia, Zagreb, 2006, str. 486

⁸Frederic S.Mishkin, Stanley G Eakins., *Finansijska tržišta+i institucije*, Mate, Zagreb, 2005, str. 583

⁹ On je, naime, isplaćivao postojeće investitore tog fonda ulozima novih investitora, i smatra se, da bi bez pada novih investicija i povećanog povlačenja uloženi sredstava usled nadolazeće svetske ekonomske krize, ovakav način funkcionisanja ostao neprimećen, naročito usled nedavne povoljne ocene revizorskih institucija.

grupe mogućnosti kako će do spajanja subjekata sa finansijskim suficitom i finansijski deficitarnih subjekata doći. Prva mogućnost jeste direktno investiranje i odnosi se na direktnu prodaju hartija od vrednosti koje na finansijskim tržištima vrše dužnici. Ti vrednosni papiri predstavljaju potraživanja prema dužnikovom budućem dohotku ili imovini¹⁰. Učesnici na finansijskom tržištu koji na taj način pozajmljuju svoja sredstva nastoje da umanje rizik svojih plasmana i kreiraju svoj portfolio koristeći strategiju diversifikacije. Ovom strategijom oni smanjuju rizik na način što vrše širenje svog portfolia tj. ulaganje u više različitih akcija¹¹. Naime, ako za predmet posmatranja odaberemo akcije, standardna devijacija (koja je prirodna mera rizika) generalno je veća kod pojedinačnih akcija nego kod tržišnog paketa (portfolia) akcija što znači da pojedinačne akcije imaju veći rizik od paketa akcija. Ipak, ni investiranjem u dobro diversifikovan paket akcija ne mogu se izbeći svi rizici. Rizik koji se može ublažiti diversifikacijom naziva se pojedinačni rizik (pogađa određeno preduzeće), dok se tržišni rizik (koji pogađa sva preduzeća na jednom tržištu) diversifikacijom ne može smanjiti¹².

Drugi način investiranja jeste indirektno investiranje koje se odvija putem finansijskih posrednika, koji prenose sredstva od štediša-kreditora tj. finansijski suficitarnih subjekata ka dužnicima-potrošačima tj. finansijski deficitarnim subjektima¹³. Ovakav način investiranja preko depozitnih institucija, institucija ugovorne štednje ili investicionih posrednika danas je zastupljeniji. Činjenicu da je indirektno finansiranje u većini slučajeva važnije od direktnog finansiranja, navodi Miškin kao treću od osam temeljnih činjenica kojima objašnjava finansijsku strukturu širom sveta¹⁴. Zanimljivo je upravo to da je ovakvo stanje prisutno u svim razvijenim zemljama među kojima su ne samo Nemačka i Japan, gde je finansiranje putem finansijskih posrednika deset puta veće nego direktno finansiranje, već i u SAD i Kanadi, gde su najrazvijenija tržišta hartija od vrednosti¹⁵.

Uzroci ovakvog odnosa zastupljenosti indirektnog u odnosu na direktno investiranje mogu se potražiti pre svega u transakcionim i informacionim troškovima¹⁶. To su ujedno i razlozi koji mogu poslužiti kao objašnjenje pogodnosti koje i investicioni fondovi u odnosu na direktno investiranje pružaju. Najpre, tu su transakcioni troškovi. To su oni troškovi koji nastaju prilikom kupoprodajnih odnosa na finansijskom tržištu ili, drugačije rečeno, vreme i novac koji bivaju potrošeni pri izvođenju određene finansijske transakcije. Finansijski posrednici, pa i investicioni fondovi, uspevaju da smanje transakcione troškove koristeći efekte ekonomije obima. Naime, efekti ekonomije obima nastaju jer se ukupni transakcioni troškovi na finansijskim tržištima neznatno povećavaju pri porastu vrednosti transakcija pa, recimo, troškovi koji nastaju pri kupovini 50 ili pak 10.000 akcija nisu znatno različiti. To znači da su udruživanjem sredstava većeg broja investitora (koje karakteriše poslovanje investicionih fondova) transakcioni troškovi za svakog pojedinačnog investitora daleko manji nego što bi bili kada bi samostalno snosio ove troškove. Finansijski posrednici takođe se koriste i posebnim ekspertskim znanjima¹⁷ koja se razvijaju korišćenjem računarske tehnologije, a koja takođe doprinose smanjenju transakcionih troškova.

S druge strane, u vezi sa informacionim troškovima, potrebno je naglasiti da finansijska tržišta karakterišu asimetrične informacije koje nastaju kada jedna strana uključena u određenu transakciju nema dovoljno znanja o drugoj strani da bi mogla da donese ispravnu odluku. Postojanje asimetričnih informacija dovodi do problema negativne selekcije i moralnog hazarda. Negativna selekcija nastaje kao posledica asimetričnih informacija pre izvođenja transakcije i pojavljuje se kada kreditori imaju sklonost ka obustavljanju kreditiranja jer su svesni da će najverovatnije zajam biti odobren onim dužnicima koji ga najaktivnije traže, a

¹⁰ Frederic S Mishkin, G. Stanley Eakins, *Finansijska tržišta+institucije*, Mate, Zagreb, 2005, str. 16

¹¹ Dr Slaviša Đukanović, *Upravljanje finansijskim rizicima*, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad, 2007, str. 94

¹² Isto, str. 101

¹³ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, *Finansijska tržišta+institucije*, Mate, Zagreb, 2005, str. 21.

¹⁴ Isto, str. 373

¹⁵ Isto, str. 23

¹⁶ Isto, str. 22-25

¹⁷ Isto, str. 375-376

to su upravo oni sa najvećim kreditnim rizikom. Moralni hazard nastaje takođe usled postojanja asimetričnih informacija, ali nakon izvođenja transakcije, jer kreditori postaju skloni da obustave kreditiranje zbog mogućeg uključivanja dužnika u aktivnosti koje sa stanovišta kreditora nisu poželjne (moralne), a zbog kojih se smanjuje verovatnoća vraćanja pozajmljenih sredstava. Postojanje finansijskih posrednika, kao i informacije koje oni mogu imati o velikom broju preduzeća potencijalnih dužnika, utiču na smanjenje problema negativne selekcije i moralnog hazarda, i time pomeraju strukturu finansijskog tržišta u korist finansijskih posrednika u odnosu na direktno investiranje.

Međutim, iako su pojedine prednosti investiranja zajedničke svim finansijskim posrednicima, ulaganje u investicione fondove ima svoje specifičnosti. Naime, investicioni fondovi najčešće funkcionišu tako što kreiraju sopstveni portfolio obezbeđujući za to sredstva prikupljanjem uloga velikog broja individualnih investitora. Pri tome, investicioni fondovi njima prodaju odgovarajući udeo u na takav način formiranom portfolio. Evidentna je njihova razlika u odnosu na banke¹⁸ gde je, u standardnom slučaju, unapred definisana kamata dodata na glavnicu ono što nakon određenog perioda sigurno očekuje klijenta koji je sredstva plasirao u nju, ili, pak penzijske fondove, koji, osim u izuzetnim slučajevima, sredstva počinju da isplaćuju onima koji su u njih ulagali ili za koje su ulagana, tek nakon određenog broja godina. Investicioni fondovi, s druge strane, prodaju udeo u svom portfolio sa svim rizicima koje on može nositi, ali i sa mogućnošću postizanja velikog prinosa, kao i mogućnošću prodaje svog udela u portfolio fonda u bilo kom momentu.

Upravo zbog posedovanja udela u investicionom fondu kao svojevrsnog portfolia, plasiranje sredstava u investicione fondove, možda ponajviše podseća na plasiranje sredstava direktnim investiranjem. Međutim, iako se na prvi pogled uočavaju određene sličnosti, treba vrlo pažljivo pristupiti ovoj konstataciji, jer postoje i određene značajne razlike od kojih neke predstavljaju prednosti koje investicioni fondovi nude investitorima u odnosu na direktno investiranje. Iako postoje sumnje da profesionalne usluge investicionih savetnika mogu dovesti do kreiranja diversifikovanog portfolia koji bi donosio prinose veće od prosečnih¹⁹ nema dileme da, kada je u pitanju visina neophodnih novčanih sredstava kojima se postiže mogućnost ostvarivanja diversifikacije portfolia, investicioni fondovi nude velike mogućnosti, teško dostupne pri direktnom investiranju. Ilustracija koja sledi može takvu tvrdnju slikovito potkrepiti²⁰. Ako se pođe od toga da je prosečna cena akcije na NYSE oko 35\$ i da se trgovina obavlja u lotovima od po 100 akcija, za nabavku jedne vrste akcija investitoru treba u proseku 3.500\$. Ukoliko bi diversifikovani portfolio obuhvatao 20 različitih akcija u svom sastavu, cena njegovog postizanja je $35\$ \cdot 100 \cdot 20 = 70.000\$$. Toliko bi iznosio donji prag neophodnih novčanih sredstava koje bi investitor trebalo da obezbedi ukoliko bi direktno investirao na tržištu sa ciljem da oformi portfolio diversifikovan u meri u kojoj je navedeno. S druge strane, ukoliko bi investirao preko investicionog fonda, dakle indirektno, potreban donji prag za početno investiranje postavljen je između 500\$ i 1.000\$ (u SAD 14% fondova zahteva početni depozit od najmanje 500\$, dok 37% fondova očekuje minimalni početni depozit od 1.000\$²¹), a za dodatno investiranje, po pravilu, već od

¹⁸ Investicioni fondovi emituju vlasnička prava-akcije-za razliku od banaka koje na sredstva uzeta na zajam emituju dugovna prava – štedne knjižice, blagajničke zapise i sl. po osnovu kojih se obavezuju na isplatu fiksnih, do određenog iznosa uloga, i bezrizičnih prinosa investitorima koji ne zavise od prinosa koji banke ostvaruju na plasman prikupljenih sredstava. Time banka podnosi rezidualni rizik, ali i prisvaja rezidualni prinos. (Dr Boško Živković, dr Dejan Šoškić, *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd, 2006. str. 452)

¹⁹ Naime, i kupovina akcija kompanija čiji se nagli rast očekuje, ne može doneti veći prinos od ravnotežnog, jer su takva očekivanja, dostupna u novinama i u izveštajima investicionih savetnika, na raspolaganju učesnicima na tržištu i odražavaju se na cenu tih akcija. U prilog ove tvrdnje San Francisco Chronicle smislio je zabavan način da oceni koliko su investicioni savetnici uspešni pri odabiru akcija. Zamolili su osam analitičara da odaberu pet akcija na početku godine, a zatim uporedili uspešnost tako odabranih akcija sa onima koje je odabrala Jolyn, ženka orangutana koja živi u Kaliforniji. U skladu sa rezultatima časopisa Wall Street Journal, u kolumni Investment Board, Jolyn je potukla investicione savetnike u jednakom broju slučajeva kao i oni nju. (Više o hipotezi o efikasnosti tržišta- Frederik S. Mishkin, Stanley G. Eakins, *Finansijska tržišta+institucije*, Mate, Zagreb, 2005, str. 275-289)

²⁰ Dr Boško Živković, dr Dejan Šoškić, *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd, 2006. str. 454

²¹ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, *Finansijska tržišta+institucije*, Mate, Zagreb, 2005, str. 583

50\$. Pri tome efekat diversifikacije znatno bi nadmašio efekat diversifikacije u 20 različitim akcija. Investitor bi, dakle, i sa malim sredstvima investiranim u investicioni fond, dobio zauzvrat diversifikaciju rizika svojstvenu velikim investicionim iznosima investiranim u veliki broj hartija od vrednosti.

Brzom rastu investicionih fondova u SAD²² pogodovale su određena događanja na finansijskim tržištima. Naime, došlo je do sve veće popularnosti i značaja individualnih penzijskih šema, koje uživaju povlašćeni poreski tretman, a u okviru kojih su posebno efikasnu simbiozu sa investicionim fondovima ostvarili individualni penzijski računi tzv. IRA (Individual Retirement Accounts). Drugi bitan podsticaj proistekao je iz velikog pada kratkoročnih kamatnih stopa u odnosu na period Reganomike, a koji se dogodio u drugoj polovini osamdesetih i devedesetih godinama prošlog veka. Uz to, banke su snizile kamatne stope na dugoročne štedne depozite. Sve to okrenulo je investitore ka dugoročnim hartijama od vrednosti, a najjednostavniji i najsigurniji pristup njima, bio je upravo kroz investicione fondove. Ipak, kao osnovni razlozi dinamičnog rasta investicionih fondova i njihove popularnosti naročito među sitnim investitorima, ubrajaju se: relativno visoki prinosi koje mogu obezbediti (više nego oročeni štedni depoziti), relativna sigurnost koju nude (zbog diversifikovanog portfolia), kao i visok stepen likvidnosti (usled mogućnosti da se akcije fonda prodaju).

Klasifikacije investicionih fondova

Investicioni fondovi definišu se kao finansijski posrednici koji udružuju finansijske resurse investitora i ulažu te resurse u diversifikovani portfolio²³ ili se pak objašnjavaju navođenjem da udružuju sredstva puno malih ulagača tako što njima prodaju udele u fondu, a prikupljenim sredstvima kupuju vrednosne papire²⁴ i slično. Pri objašnjavanju načina na koji investicioni fondovi posluju ne postoje, dakle, značajne razlike među pojedinim autorima. Međutim, sličnost pri objašnjavanju osnove njihovog funkcionisanja, ne treba nikako shvatiti kao jednoobraznost u načinu njihovog poslovanja. Pored osnovnih elemenata koji su zajednički za sve, postoji i veliki broj razlika koje karakterišu njihovo funkcionisanje, a koje mogu poslužiti kao osnova za različite njihove klasifikacije.

Postoje četiri osnovne vrste investicionih fondova u zavisnosti od toga u koju vrstu hartija od vrednosti ulažu²⁵. Tu su najpre fondovi koji ulažu u akcije. Oko 57% ukupnih ulaganja u investicione fondove usmereno je upravo ka njima. Drugu grupu predstavljaju fondovi koji ulažu u obveznice i u koje odlazi oko 12% ukupnih ulaganja u investicione fondove. Slede fondovi tržišta novca u koje se investira 27% svih ulaganja, i na kraju, postoje i hibridni tj. mešoviti fondovi, koji ulažu i u akcije i u obveznice, i u koje se ulaže preostali deo sredstava.

Investicione fondovi se po načinu investiranja u njih i povlačenju sredstava iz njih mogu podeliti na otvorene i zatvorene²⁶. Otvorene investicione fondove karakteriše da stalno prodaju akcije zainteresovanim investitorima, kao i da ih na njihov zahtev otkupljuju. Oni su dominantno prisutni na tržištu kako po svom broju, tako i po aktivni kojom raspoložu. Otkup akcija izlaže ove fondove riziku likvidnosti zbog koga oni investiraju, gotovo u potpunosti, u hartije od vrednosti kojima se aktivno trguje u sekundarnom prometu. Otvoreni investicioni fondovi dosta ulažu u propagandu jer rast kapitala fondova, do koga dolazi rastom prodaje njihovih akcija, uz konstantnu proviziju za portfolio menadžment, uvećava njihove prihode.

S druge strane, zatvoreni investicioni fondovi emituju fiksni broj akcija i nisu dužni da svoje akcije otkupljuju od investitora. Akciju zatvorenog investicionog fonda investitori mogu da kupe ili na inicijalnoj javnoj emisiji akcija (IPO – Initial Public Offering) kod investicione banke (underwriter) koja je preduzima ili pak na berzi i u vanberzanskom prometu, identično kupovini već emitovane akcije bilo koje druge

²² Dr Boško Živković, dr Dejan Šoškić, *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd, 2006, str. 458

²³ Anthony Saunders, Marcia Millon Cornett, *Finansijska tržišta i institucije*, Masmmedia, Zagreb, 2006, str. 485

²⁴ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, *Finansijska tržišta+institucije*, Mate, Zagreb, 2005, str. 583

²⁵ Isto, str. 584

²⁶ Dr Boško Živković, dr Dejan Šoškić, *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd, 2006, str. 460-463

kompanije. Tu postoji određena sličnost sa kupovinom akcija otvorenog investicionog fonda. Međutim, ključne razlike nastaju kada investitori žele da povuku svoja sredstva iz investicionog fonda. Pri tome, iz zatvorenog fonda mogu da povuku samo direktnom prodajom drugom zainteresovanom investitoru preko berze ili u vanberzanskom prometu, a ne otkupom od strane samog investicionog fonda kao kada su u pitanju otvoreni investicioni fondovi.

Razlike nastaju i u ceni po kojoj se akcije ove dve vrste fonda mogu prodavati. Za razumevanje ovih razlika neophodno je prethodno poznavati značenje pojma koji je povezan sa poslovanjem svih investicionih fondova - NAV (net asset value)²⁷. Naime, NAV predstavlja neto vrednost aktive po jedinici fonda. Ona se može tumačiti i kao vrednost koja realno pripada jednoj akciji fonda. Za izračunavanje NAV uzimaju se cene hartija od vrednosti koje se nalaze u portfoliju fonda i to na kraju radnog dana (na zatvaranju berzi na kojima se kotiraju i koje važe do kraja sledećeg radnog dana). Množenjem tih cena sa brojem odgovarajućih hartija od vrednosti koje su u vlasništvu fonda, a zatim sabiranjem sa ostalim vidovima aktive fonda (gotovina, kratkoročni papiri i slično) dobija se ukupna vrednost aktive fonda. Kada se od ukupne vrednosti aktive fonda oduzmu obaveze fonda i sve to se podeli sa brojem akcija fonda u opticaju dobija se neto vrednost aktive fonda po akciji.

Upravo je NAV cena po kojoj bi otvoreni investicioni fond trebalo da određenog dana otkupljuje svoje akcije od investitora. NAV se otuda često naziva bid ili sell price. Akcije otvorenog investicionog fonda nikada se ne mogu kupiti po ceni manjoj od NAV. Međutim, kod zatvorenih investicionih fondova ne samo što ne postoji njihova obaveza da otkupe akcije od investitora koji su u njih ulagali, već u sekundarnom prometu njihovih akcija nema nikakve garancije da će prodajna cena odgovarati NAV. Ta cena se, kao i kod akcija drugih kompanija, formira na osnovu ponude i tražnje. Ukoliko je cena akcije zatvorenog investicionog fonda iznad NAV, njihove akcije prodate se uz premiju, a ako je cena ispod NAV, akcije tih fondova prodate uz diskont. Akcijama zatvorenih investicionih fondova u praksi se češće trguje uz diskont. Kod zatvorenih fondova NAV se teorijski može smatrati i likvidacionom vrednošću jedne akcije fonda tj. vrednošću koju bi akcionari dobili za jednu svoju akciju u slučaju likvidacije fonda.

Osim toga, potrebno je napomenuti da se neto vrednost aktive po akciji računa svakog radnog dana i po pravilu se nalazi u svim, pa i u dnevnim novinskim izveštajima o investicionim kompanijama. Međutim, praćenjem kretanja NAV samo u kratkom roku može se steći relativno precizna predstava o tome koliko je cenovno nestalan posmatrani portfolio u odnosu na druge fondove ili berzanske indekse i kakva mu je kapitalna apresijacija ili depresijacija. Ali kada je dugi rok u pitanju, za razliku od kretanja cena običnih akcija, NAV ne izražava precizno kapitalne apresijacije fonda jer fond kontinuirano adaptira strukturu svog portfolia, realizuje kapitalne dobitke i gubitke i realizovane kapitalne dobitke deli akcionarima. Kada se kapitalni dobitci isplate akcionarima dolazi do pada NAV za iznos isplaćenog kapitalnog dobitka po akciji pa je zbog toga dugoročna mera performansi investicionih kompanija stopa ukupnog prinosa koja obuhvata i realizovane kapitalne dobitke.

Može se reći da su granice između otvorenih i zatvorenih investicionih fondova manje izražene nego ranije. Primera radi, ukoliko po proceni menadžmenta otvoreni investicioni fond preraste granice mogućnosti efikasnog upravljanja može doći do njegovog zatvaranja za dodatne investicije. U takvim slučajevima, koji su retki, obično se otvara tzv. fond duplikat (clone fund) sa gotovo istom portfolio strukturom, ciljevima i strategijom. Mnoge zatvorene investicione kompanije imaju ugovorne mogućnosti da ako cena njihovih akcija značajno padne ispod NAV mogu pozajmiti sredstva ili otkupiti deo svojih akcija čime bi podstakli tražnju i njihovu cenu približili NAV-u. Takođe, mogu da organizuju glasanja akcionara u pretvaranju u otvoreni investicioni fond. Osim toga, javljaju se i intervalni zatvoreni investicioni fondovi koji se u određenim intervalima (jednom mesečno ili jednom kvartalno) ponašaju kao otvoreni investicioni fondovi tj. otkupljuju svoje akcije. S druge strane, često i otvoreni investicioni fondovi otkupljuju akcije dva do četiri

²⁷ Isto, str. 459

puta godišnje ili ih karakteriše duži rok naplate, tj. nemaju obavezu momentalnog plaćanja već to moraju učiniti u roku od narednih sedam dana od trenutka ispostave takvog zahteva.

Osim navedenih, prisutna je i podela na investicione fondove koji učestvuju na tržištu novca i na investicione fondove koji posluju na tržištu kapitala. Kriterijum na kome ova podela počiva jeste ročnost hartija od vrednosti koje se nalaze u portfoliju fonda. Investicioni fondovi tržišta novca²⁸ (money market mutual funds) postoje od ranih sedamdesetih godina prošlog veka. Međutim, niske kamatne stope u SAD (koje su se kretale prema Q regulaciji oko gornje granice od 5,25% do 5,5%) činile su ih nepovoljnom alternativom bankarskim depozitima pre 1977. godine. Kada su 1978. godine u *Merrill Lynch* ponudili klijentima mogućnost da poseduju račun sa koga bi podizanjem sredstava brokeri kojima su dali nalog mogli da kupe na primer akcije ili pak da uplate novac na račun kada dobiju nalog da prodaju hartije od vrednosti, nastala je promena u odnosu dotadašnju praksu gde su mali ulagači za transakcije morali da koriste čekove. Kada su početkom osamdesetih godina inflacija i kamatne stope naglo počele da rastu, a banke i dalje bile ograničene Q regulacijom u pogledu visine kamate dok je na tržištima kamatna stopa prelazila 15%, investitori su se masovno okrenuli ka investicionim fondovima tržišta novca. Investitori su preuzeli dodatni rizik prebacujući svoja sredstva iz banaka i štedionica osiguranih od strane države i ulažući u neosigurane investicione fondove tržišta novca, jer je i struktura ulaganja ovih investicionih fondova takva da je rizik neplaćanja tih hartija od vrednosti, pa time i njihov rizik veoma nizak. Najzastupljeniji u portfoliju ovih fondova su komercijalni zapisi, slede depozitni certifikati i repo sporazumi, a zatim i bankovni akcepti.

Investicioni fondovi tržišta novca zovu se još i likvidni investicioni fondovi²⁹. Investicioni fondovi na tržištu novca su pravi tihi džinovi na finansijskim tržištima. Oni su formalno otvoreni investicioni fondovi, ali im dividende više liče na kamate i veoma su slični bankarskim računima. Većina ovih fondova daje mogućnost štedišama da poseduju i čekove, ali je po pravilu njihovo ispisivanje dozvoljeno samo za sume veće od 500 dolara. Ovi investicioni fondovi trpe konkurenciju i od sličnih fondova formiranih od strane banaka. Njihova ulaganja su u kvalitetne kratkoročne hartije od vrednosti, ranije sa rokom dospeća do 120 dana a sada do 90 dana. Njihov cilj je da zarade relativno visoke stope prinosa od investiranja u likvidne, niskorizične i kratkoročne finansijske instrumente tržišta novca. Odlikuju se velikom sigurnošću i kamatnom stopom većom od štednih računa.

Na tržištu kapitala³⁰ fondovi pretežno investiraju u obveznice i akcije i to u dugoročne obveznice preduzeća, dugoročne državne obveznice, municipalne obveznice, hipotekarne založnice, konvertibilne obveznice kao i sve vrste akcija. Takođe, aktivno investiraju i u finansijske derivate – opcije, fjučerse i varante.

Podela investicionih fondova se može izvršiti i u odnosu na ciljeve investiranja³¹. Institut za investiciona društva definisao je sledeće vrste: fondovi akcija (fondovi aprecijacije kapitala, fondovi agresivnog rasta, fondovi rasta, sektorski fondovi), fondovi ukupnog povrata (fondovi rasta i dohotka, dohodovni i akcijski fondovi, svetski akcijski fondovi, fondovi tržišta u nastajanju, globalni akcijski fondovi, međunarodni akcijski fondovi, regionalni akcijski fondovi), hibridni fondovi (fondovi alokacije, uravnoteženi fondovi, fondovi fleksibilnog portfolia, mešoviti dohodovni fondovi), oporezivi obveznički fondovi (fondovi korporativnih obveznica-kratkoročnih, srednjoročnih i dugoročnih, obveznički fondovi visokog prinosa, svetski obveznički fondovi, globalni obveznički fondovi, fondovi državnih obveznica, fondovi hipotekarnih vrednosnih papira, strateški dohodovni fondovi), neoporezivi obveznički fondovi (fondovi državnih municipalnih obveznica i fondovi federalnih municipalnih obveznica) i fondovi tržišta novca-novčani fondovi (oporezivi fondovi tržišta novca, neoporezivi federalni fondovi tržišta novca, fondovi tržišta novca sa instrumentima obezbeđenja državnih poreza).

Pored navedenih klasifikacija fondova, moguće je uočiti još posebnih tipova investicionih fondova. Bez pretenzija da svi tipovi budu obuhvaćeni ovim radom, mogu se izdvojiti nekoliko njih (primera radi, indeksni

²⁸ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, *Finansijska tržišta+institucije*, Mate, Zagreb, 2005, str. 235-239

²⁹ Dr Boško Živković, dr Dejan Šoškić, *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd, 2006, str. 463-464

³⁰ Isto, str. 465

³¹ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, *Finansijska tržišta+institucije*, Mate, Zagreb, 2005, str. 584, 585

fondovi, fondovi nekretnina i hedž fondovi), koji bi bili prikazani i koji bi sugerisali makar delom veliku raznovrsnost ovih finansijskih institucija.

Najjednostavniji za upravljanje su indeksni fondovi³² koji su koncipirani na način da prate određene berzanske indekse. Na primer, ukoliko fond odluči da prati indeks S&P 500, tada njegova uprava kupuje vrednosne papire uključene u ovaj indeks. Do izmena u strukturi fonda dolazi kada neka akcija postane sastavni deo ili pak bude isključena iz sastava berzanskog indeksa. Do izmena mogu dovesti i promene u cenama akcija. S obzirom na to da za njihovo poslovanje nije potrebno istraživanje i agresivno upravljanje, naknade koje od investitora naplaćuju su manje. Međutim, to ne znači da oni ostvaruju lošije rezultate od pojedinih investicionih fondova kojima treba aktivno upravljati. Iako ima slučajeva kada su pojedini investicioni fondovi ostvarili izuzetne rezultate, kao na primer Fidelity Magellan Fund³³, koji je od 1977. do 1990. uvećao svoju početnu investiciju za 2510% i zadobio 2,5 miliona sitnih investitora, ne postoji nijedno istraživanje koje bi dokazalo tezu da investitori ostvaruju bolje prinose pri ulaganju u fondove koji naplaćuju više naknade (mogu varirati od 0,5% do čak 8% godišnje). Naprotiv, većina investicionih fondova koji naplaćuju visoke naknade ne posluju jednako dobro, kad se oduzmu troškovi, kao fondovi koji naplaćuju niže naknade.³⁴

Posebna i sve popularnija vrsta zatvorenih investicionih fondova su fondovi nekretnina tzv. REITs (Real Estate Investment Trusts)³⁵. Oni su ideju investicionih fondova preneli na nekretnine. Raspoloživa sredstva ulažu direktno u nekretnine ili u hipotekarne kredite i građevinske zajmove. U njihovoj strukturi mogu se uočiti: *equity trusts*, koji ulažu u realne nekretnine i stiču prihode direktno ili indirektno iz renti, zatim, *mortgage trusts*, koji najvećim delom stiču prihode kroz hipotekarne založnice i ulažu u hipotekarne zajmove, i na kraju, mešoviti fondovi, koji su nastali kao kombinacija prethodne dve vrste.

U okviru investicionih fondova posebnu kategoriju predstavljaju hedž fondovi³⁶ (Hedge funds). Ova vrsta institucija uglavnom za investitore ima bogate pojedince, druge finansijske institucije, legatke i fondacije. Imaju mnogo veći stepen investicionih sloboda, najčešće, nisu regulisani od strane istog nacionalnog zakonodavstva, a imaju i mnogo manji broj obaveza u odnosu na redovne investicione fondove. Po pravilu, ne smeju reklamirati i prodavati svoje akcije investicionoj javnosti sem tzv. kvalifikovanim investitorima (za koje se osnovano može zaključiti da su svesni rizika ulaganja i da potencijalni gubici iz investiranja neće ugroziti njihovu materijalnu egzistenciju). Većina ih je osnovana u pravnoj formi partnerskog društva sa ograničenom odgovornošću, a osim restriktivnih modaliteta ulaska u fond (minimalno ulaganje je između 100.000\$ i 20 miliona \$, a uobičajeno ulaganje je 1 milion dolara³⁷) imaju i specifične modele izlaska iz fonda (često zahtevaju od investitora da ulože svoja sredstva na duži vremenski period, često i na nekoliko godina, što im daje manevarski prostor potreban za odabir dugoročnih strategija).

U svom poslovanju hedž fondovi nastoje da budu neutralni u odnosu na tržište³⁸. Oni posmatraju hartije od vrednosti širom sveta nastojeći da pronađu anomalije u cenama srodnih vrednosnih papira. Međutim, i pored pokušaja da ostanu neutralni u odnosu na tržište, ne znači da su u tome i uspešni. O tome svedoči debakl hedž fonda „Long Term Capital“, kojim je upravljala grupa ljudi među kojima su bila i dva dobitnika Nobelove nagrade, kao i 25 doktora nauka, ali koji je septembra 1998. godine došao u situaciju da mu je bio potreban plan sanacije organizovan od strane Njujorške banke federalnih rezervi³⁹.

³² Isto, str. 584, 585

³³ Dr Boško Živković, dr Dejan Šoškić, *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd, 2006. str. 455

³⁴ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, *Finansijska tržišta+institucije*, Mate, Zagreb, 2005, str. 589

³⁵ Dr Boško Živković, dr Dejan Šoškić, *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd, 2006. str. 462

³⁶ Isto, str. 462, 463

³⁷ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, *Finansijska tržišta+institucije*, Mate, Zagreb, 2005, str. 593

³⁸ Isto, str. 590-593

³⁹ Isto, str. 592

Na kraju, treba pomenuti i da su se pojavili tzv. multi fondovi⁴⁰ (multi funds) koji investiraju u portfolio sastavljen od akcija drugih investicionih fondova, čime je i njihova mogućnost diversifikacije znatno uvećana u odnosu na druge investicione fondove.

Kada se za predmet posmatranja odaberu investicioni fondovi u Srbiji, bilo sa aspekta načina njihovog poslovanja ili klasifikacije, neizostavno je navesti činjenice njihovog relativno kratkog perioda postojanja i uticaja svetske ekonomske krize. Javili su se slučajevi prestanka rada, a moguće je da će se to isto dogoditi sa još nekoliko fondova čija vrednost imovine nešto manje ili oko zakonskog minimuma od 200.000 evra, a tržišno učešće oko 1%. Oni fondovi koji svoje poslovanje nastave, posebnu pažnju će nesumnjivo poklanjati likvidnosti radi omogućavanja isplate investitora koji bi eventualno povlačili svoje uloge. Mogući način ostvarenja ovog cilja jesu plasmani u vidu depozita za koje investicioni fondovi dobijaju značajno veće kamate u odnosu na fizička lica. S druge strane, nesumnjiva težnja fondova biće i uticaj na liberalizaciju postojeće zakonske regulative koja bi omogućila ulaganja na stranim tržištima, u strane valute i nekretnine.

Zaključak

Investicioni fondovi zabeležili su veliki rast u odnosu na druge finansijske institucije tokom proteklih decenija. Zahvaljujući povoljnostima koje nude investitorima, a koje bi pri direktnom investiranju na finansijskom tržištu bile znatno teže ostvarive i koje bi zahtevale poprilično veća novčana sredstva, postali su značajan činilac promena koje su zadesile finansijska tržišta. Iako ulaganje u njih nosi određeni nivo rizika, strategijama koje primenjuju, nastoje da takav rizik minimiziraju. Tokom decenija njihovog postojanja, razvio se veliki broj tipova, za koje su karakteristične i značajne razlike u pristupu pojedinim elementima njihovog poslovanja.

Po podacima koji su bili dostupni pre početka svetske ekonomske krize, u SAD⁴¹, 80% vlasništva investicionih fondova nalazilo se u rukama domaćinstava. Pri tome, 84% investitora kao svoj motiv navodilo je štednju za penzije, a 26% štednju za školovanje dece. Investitori svih životnih doba pokazivali su interesovanje za investicione fondove, čak i najmlađi (tzv. X generacija od 18 do 30 godina), koji još uvek nemaju veliku imovinu na raspolaganju. Prosečan investitor, po tim podacima, pripada srednjoj klasi, ima 44 godine, oženjen je, zaposlen je, a imovina koju poseduje u vrednosti je od 80.000\$. Jednom rečju, motivi investiranja i zainteresovanost među ljudima svih generacija, sugerisala je poverenje i popularnost koju su investicioni fondovi uživali. Da li će neki novi podaci biti slični i kada svetska ekonomija počne da se oporavlja od postojeće krize, pokazaće meseci i godine koje dolaze, a njih će odrediti i efekti svega toga koji će se u poslovanju investicionih fondova osetiti.

Kada je Srbija u pitanju, govoriti o značajnom investiranju od strane širokih slojeva stanovništva teško da je bilo moguće i pre nastupanja postojeće krize, pre svega iz dobro poznatih posledica lošeg životnog standarda i nepoverenja koje prema finansijskim institucijama postoji. Investicioni fondovi koji su sa svojim radom pre nekoliko godina počeli, mogu biti posmatrani i u smislu rezultata koje imaju i u smislu vrste aktive u koju su ulagali. Međutim, za zaključke koji bise odnosili na dugoročne perspektive investicionih fondova na srpskom finansijskom tržištu, suviše je rano.

Raspolagati sa viškom novčanih sredstava i birati najbolji način njihovog uvećavanja, sloboda je svakog ko ta sredstva poseduje. Ulaziti u preporuke da li je najbolji način za to, učestvovanje na finansijskom tržištu ili pak kupovina nekretnina, zemljišta, zlata ili neki drugi načini prevazilazi ideju koja postoji pri pisanju ovoga rada. Međutim, ono što iz njega proizilazi, jeste kratak, ali složen prikaz karakteristika, prednosti i različitih vrsta jedne finansijske institucije koja je u svetu doživela svoj veliki uspon.

⁴⁰ Dr Boško Živković, Dr Dejan Šoškić, *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd, 2006. str. 469

⁴¹ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, *Finansijska tržišta+institucije*, Mate, Zagreb, 2005, str. 585, 586

Literatura

- [1] Đukanović dr S., (2007) *Upravljanje finansijskim rizicima*, Novi Sad, Visoka poslovna škola strukovnih studija
- [2] Mishkin S. F., Eakinns G. S., (2005) *Finansijska tržišta+institucije*, Zagreb, Mate
- [3] Miškin S. F., (2006) *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Beograd, Data status
- [4] Saunders A., Cornett M. M., (2006) *Finansijska tržišta i institucije*, Zagreb, Mate
- [5] Vunjak dr N., Kovačević dr Lj., (2006) *Bankarstvo: bankarski menadžment*, Bečej-Subotica, Proleter-Ekonomski fakultet Subotica
- [6] Živković dr B., Šoškić dr D., (2006) *Finansijska tržišta i institucije*, Beograd, Ekonomski fakultet Beograd