



UNIVERZITET U NIŠU
EKONOMSKI FAKULTET
Časopis „EKONOMSKE TEME”
Godina izlaza XLIX, br. 4, 2011, str. 727-740
Adresa: Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 18000 Niš
Tel: +381 18 528 624 Fax: +381 18 4523 268

ULOGA INVESTICIONIH FONDOVA U RAZVOJU TRŽIŠTA KAPITALA

Mr Dragan Milovanović*

Rezime: Pad poverenja i povlačenje stranih investitora sa tržišta kapitala Srbije uticao je na pad vrednosti prometa na Beogradskoj berzi. Povećan rizik investiranja na tržištu kapitala Srbije usmerio je investitore na manje rizična ulaganja, a s tim u vezi i manji prinos. U takvim uslovima na tržištu kapitala Srbije, investicionu alternativu predstavlja ulaganje u investicione fondove. Investicioni fondovi nose nešto veći rizik od štednje u banci, ali po pravilu i veći prinos na uložena sredstva. U radu je izvršena analiza investicionih fondova na tržištu kapitala Srbije, sa aspekta vrste, načina funkcionisanja i prinosa investicionog fonda. U radu je takođe izvršena kvantitativna analiza neto vrednosti aktive po akciji fonda NAV (net asset value), stope ukupnog prinosa otvorenih investicionih fondova (total rate of return of open investment funds) i stope ukupnog prinosa zatvorenih investicionih fondova (rates of total yield closed-end investment funds). Cilj rada je da se ukaže na prednosti i nedostatke investiranja u investicione fondove na tržištu kapitala Srbije, kao i na mogućnosti ostvarivanja prinosa na investirana finansijska sredstva.

Ključne reči: otvoreni investicioni fond, zatvoreni investicioni fond, NAV (net asset value), stopa prinosa, rizik

Uvod

Investicioni fondovi (*investment funds*) predstavljaju jedan od najpopularnijih načina ulaganja novca u svetu. U zemljama koje karakteriše visok stepen razvijenosti berzi i berzanskog poslovanja, investicioni fondovi su postali izuzetno popularni tokom poslednjih 20-ak godina. Na našim prostorima razvoj tržišta investicionih fondova u poslednjih 10-ak godina vezuje se prvenstveno za definisanje zakonske regulative neophodne za uspešno funkcionisanje tržišta investicionih fondova, zatim osnivanje većeg broja investicionih fondova i društava za upravljanje investicionim fondovima, kao i povećanje stepena svesti investitora

* Univerzitet u Banja Luci, Ekonomski fakultet, e-mail: dragan.milovanovic@efbl.org

UDK: 336.76, pregledni rad

Primljeno: 16.03.2011. Prihvaćeno: 13.10.2011.

o značaju tržišta kapitala kao mestu sakupljanja kapitala. Investicioni fondovi su nastali kao permanentna težnja “malih investitora” i investitora koji ne poznaju u punom kapacitetu zakonitosti koje važe na tržištu kapitala, da investiraju kapital i uđu na “mala vrata” na tržište kapitala, kako bi kroz pozitivno poslovanje investicionog fonda ostvarili prinos. Prema Zakonu o investicionim fondovima, investicioni fond predstavlja instituciju kolektivnog investiranja u okviru koje se prikupljaju i ulažu novčana sredstva u različite vrste imovine sa ciljem ostvarenja prihoda i smanjenja rizika ulaganja (Sl. glasnik 2006). Indirektno investicioni fond predstavlja finansijsku instituciju koja povlači sredstva manjih individualnih investitora kojima za uzvrat emituje akcije (*shares*) ili, ređe, potvrde o učešću u finansijskoj aktivnosti fonda (*units*) (Šoškić, Živković 2006, 451). Prikupljena novčana sredstva fonda se ulažu u različite vrste imovine (akcije, obveznice, blagajničke zapise i druge zakonom dozvoljene hartije od vrednosti), u skladu sa investicionim ciljevima navedenim u prospektu, radi ostvarivanja dobiti i smanjenja rizika ulaganja. Prihode ostvarene na takav način, investicioni fondovi investiraju, na domaćem i međunarodnom finansijskom tržištu, u hartije od vrednosti stvarajući diversifikovani investicioni portfolio. Ulaganjem u investicione fondove investitor ostvaruje prihode po osnovu dividende na akcije i kamate na obveznice kojima investicioni fond trguje, kapitalne dobiti kao razlike u ceni HOV, kojima investicioni fond trguje, u zavisnosti od investicione strategije fonda, kao i prihod u vidu kapitalne dobiti kroz porast vrednosti investicione jedinice investicionog fonda.

U prvom poglavlju rada, Investicioni fondovi na tržištu kapitala Srbije, izvršićemo analizu stanja na tržištu kapitala Srbije prema kretanju osnovnih pokazatelja tržišta kapitala Srbije, stepenu razvijenosti i značaju investicionih fondova, kao i kretanju glavnih berzanskih indeksa na Beogradskoj berzi. U drugom poglavlju analiziraćemo osnovne principe funkcionisanja investicionih fondova i kretanja vrednosti investicionih jedinica investicionih fondova u 2010. godini na tržištu kapitala Republike Srbije. Treći dio rada nosi naziv Merenje prinosa investicionih fondova, gde analiziramo neto vrednost aktive po jednoj investicionoj jedinici (*NAV- net assets value*), stopu prinosa otvorenih investicionih fondova i stopu prinosa zatvorenih investicionih fondova. U četvrtom delu rada se obrađuju rizici ulaganja u investicione fondove na tržištu kapitala Republike Srbije.

1. Investicioni fondovi na tržištu kapitala Srbije

Republika Srbija se već duži vremenski period nalazi u fazi korenitih reformi ekonomskog i finansijskog sistema. Nizak stepen razvijenosti tržišta kapitala Republike Srbije jedan je od razloga sporog izgrađivanja tržišne privrede u Srbiji. Donošenjem Zakona o hartijama od vrednosti, Zakona o preduzećima i Zakona o bankama 1989. godine, aktivirano je finansijsko tržište posle pedesetogodišnjeg diskontinuiteta u postojanju. Razvojem tržišta kapitala dolazi do jačanja *tržišnih standarda ponašanja* koji karakterišu savremena finansijska tržišta, čime se stiču uslovi za ispravljanje dosadašnjih devijacija ekonomskog i finansijskog

Uloga investicionih fondova u razvoju tržišta kapitala

sistema i hvatanje koraka se zemljama koje karakteriše visok stepen razvijenosti tržišta kapitala. Tržište kapitala Republike Srbije je kao mlado i u fazi razvoja, izuzetno potreseno globalnom finansijskom krizom. To se pre svega manifestuje padom vrednosti prometa na Beogradskoj berzi u poslednje tri godine, što je predstavljeno tabelom 1.

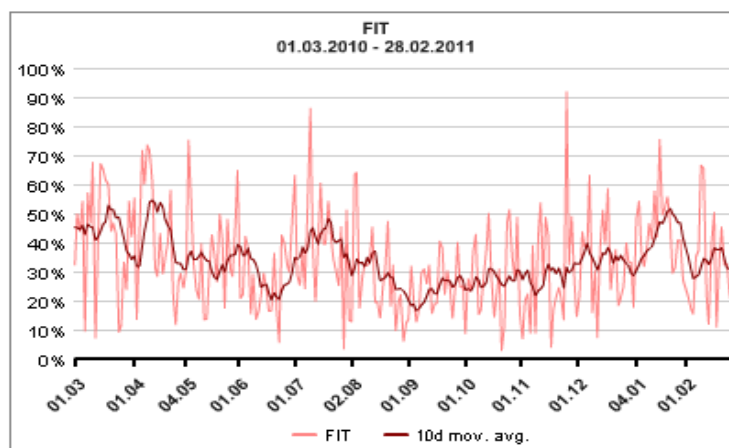
Tabela 1. Vrednost prometa na Beogradskoj berzi u periodu 2005-2010. godina

Godina	Promet RSD	Indeks				
		2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
2005	48,350,670.61					
2006	100,583,951.91	108,03%				
2007	164,990,865.96		64,03%			
2008	71,853,776.13			56,45%		
2009	41,778,491.98				41,86%	
2010	23,017,197.76					44,91%

Izvor: Beogradska berza, www.belex.rs, (10.02.2011.)

Kao što vidimo, trend pada vrednosti prometa na Beogradskoj berzi počev od 2006. godine nastavio se i tokom 2007, 2008, 2009, i 2010. godine. Berzanski analitičari kao ključni i hronični problem tržišta kapitala Republike Srbije navode izuzetno nizak promet zbog slabe potražnje, ali i ponude akcija. Tržište kapitala Srbije previše zavisi od inostrane potražnje. To se videlo i na početku globalne finansijske krize kada su strani ulagači brzo napustili naše tržište, kao i sada kada kriza jenjava, a nema značajnijeg priliva novca iz inostranstva.

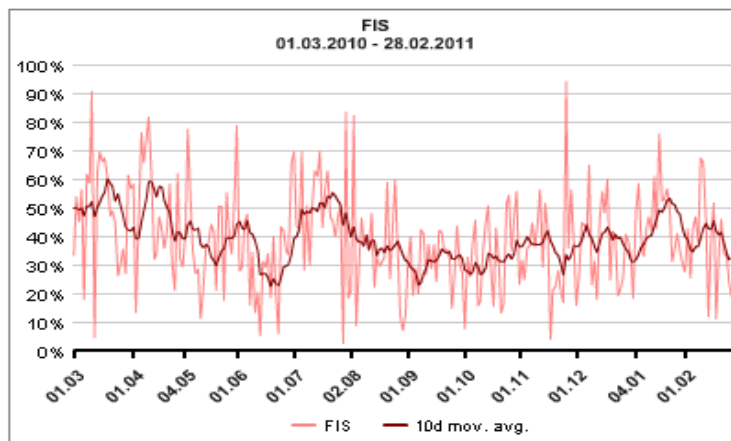
Grafikon 1. Vrednosti parametra (FIT) u periodu od 01.03.2010. do 28.02.2011. godine



Izvor: Beogradska berza, www.belex.rs, (28.02.2011.)

Razlog za to je vrlo jednostavan, došlo je do pada poverenja u tržište kapitala Republike Srbije i kompanije čijim se akcijama trguje na Beogradskoj berzi. Međutim, vrednosti pokazatelja učešća stranih investitora u ukupnom prometu Beogradske berze (FIT) i pokazatelja učešća stranih investitora u ukupnom prometu akcijama Beogradske berze (FIS) u proteklih godinu dana ne pokazuju visoku volatilnost, tj. došlo je do stagnacije ovih parametara. Kretanje vrednosti parametra (FIT) u periodu od 01.03.2010. od 28.02.2011. godine, predstavljeno je grafikonom 1, a vrednosti parametra (FIS) u periodu od 01.03.2010. od 28.02.2011. godine, predstavljeno je grafikonom 2.

**Grafikon 2. Vrednosti parametra (FIS)
u periodu od 01.03.2010. do 28.02.2011. godine**



Izvor: Beogradska berza, www.belex.rs, (28.02.2011.)

Ovo su samo neki od podataka koji treba da ilustruju stanje tržišta kapitala Republike Srbije danas, međutim, tržište kapitala Republike Srbije pruža mogućnosti za ostvarivanje prinosa. Jedan od najznačajnijih repera stanja na Beogradskoj berzi koji opisuje kretanja cena najlikvidnijih srpskih akcija u realnom vremenu jeste indeks **BELEX15**. Indeks **BELEX15** kotiran je na više Evropskih berzi kao što su: *Scoach*, *Boerse Stuttgart*, *Warsaw Stock Exchange* u vidu indeksnog sertifikata. U proteklih godinu dana beleži značajne oscilacije sa tendencijom pada.

Drugi indeks Beogradske berze **BELEXline**, koji predstavlja opšti, osnovni “benchmark” indeks Beogradske berze, čija se vrednost računa na kraju trgovačkog dana, takođe beleži u proteklih godinu dana značajne oscilacije sa tendencijom pada. Kretanja indeksa Beogradske berze **BELEX15** i **BELEXline** u proteklih godinu dana, predstavljena su grafikonom 3 i grafikonom 4 respektivno.

Uloga investicionih fondova u razvoju tržišta kapitala

Grafikon 3. Kretanje indeksa BELEX15 u poslednjih godinu dana (2010-2011.)



Izvor: Beogradska berza, www.belex.rs, (27.02.2011.)

Kretanje indeksa **BELEXline** u proteklih godinu dana predstavljeno je grafikonom 4.

Grafikon 4. Kretanje indeksa BELEXline u poslednjih godinu dana (2010-2011.)



Izvor: Beogradska berza, www.belex.rs, (27.02.2011.)

Podaci predstavljeni na grafikonu 3 i grafikonu 4, pokazuju veliku volatilnost cena finansijskih instrumenata kojima se trguje na tržištu kapitala Republike Srbije. To je za posledicu imalo povećanje stepena rizičnosti investiranja u HOV na domaćem tržištu kapitala. Investicioni fondovi investitorima nude mogućnost ulaganja finansijske aktive na tržištu kapitala uz manji stepen rizika, u odnosu na individualno investiranje. Zemlje visoko razvijenih tržišta kapitala karakteriše postojanje velikog broja i visok stepen razvijenosti investicionih fondova.

Prema portfolio teoriji, investicioni fondovi vrše smanjivanja investicionog rizika kroz diverzifikaciju. Diversifikacija ima za cilj da se ulažu sredstva u veliki broj instrumenata, kako bi se mogući gubitak poništio potencijalnim dobitkom na drugim instrumentima. Investitor, i sa malim sredstvima investiranim u investicioni fond, dobija diverzifikaciju rizika svojstvenu velikim investicionim iznosima investiranim u veliki broj različitih hartija od vrednosti. Investicioni fondovi kupuju i prodaju velike iznose hartija od vrednosti, što dovodi do manjih transakcionih troškova nego što bi to platio individualni investitor. Investicioni fond daje mogućnost investitoru da svoje akcije pretvori u gotov novac u bilo kom trenutku, što predstavlja vrlo značajnu karakteristiku likvidnosti investirane finansijske aktive. Ulaganje u investicione fondove je vrlo jednostavna procedura, koja zahteva potpisivanje pristupnice fondu i ulaganje prema planu i dinamici investitora, dok je minimalna investicija na dovoljno niskom nivou za pojedinačne investitore koji raspolažu malim iznosom finansijske aktive.

Na tržištu kapitala Srbije postoje tri osnovne vrste investicionih fondova, i to otvoreni investicioni fondovi, zatvoreni investicioni fondovi i privatni investicioni fondovi.

2. Osnovni principi funkcionisanja investicionih fondova

Otvoreni investicioni fond posluje na principu prikupljanja novčanih sredstava putem emitovanja investicionih jedinica. Broj vlasnika investicionih jedinica u fondu i vrednost imovine fonda se permanentno menjaju. Imovina ulagača se ulaže u različite hartije od vrednosti: akcije, obveznice, blagajničke zapise i druge zakonom dozvoljene hartije od vrednosti. Celokupna imovina je podeljena na jednake delove - investicione jedinice. Svaka investiciona jedinica je proporcionalan deo u ukupnoj imovini otvorenog investicionog fonda. Vlasnici otvorenog investicionog fonda su investitori, koji ulažu novac i na taj način kupuju jedinice otvorenog investicionog fonda. Vrednost jedinice se menja zavisno od promene kursa hartija od vrednosti koje su u portfoliju otvorenog investicionog fonda. Merilo uspešnosti otvorenog investicionog fonda je ostvareni prinos, tj. rast vrednosti jedinice. Cilj poslovanja je povećanje ukupne imovine otvorenog investicionog fonda i time povećanje imovine ulagača. Cilj otvorenih investicionih fondova je očuvanje vrednosti imovine uz ostvarenje visoke stope prinosa na duži vremenski period investiranjem na domaća i strana tržišta hartija od vrednosti.

U zavisnosti od odabranog investicionog cilja, otvoreni investicioni fondovi se mogu deliti na (Investicioni-fondovi 2011):

1. Fond očuvanja vrednosti imovine,
2. Fond prihoda,
3. Balansirani fond,
4. Fond rasta vrednosti imovine.

Uloga investicionih fondova u razvoju tržišta kapitala

Fond očuvanja vrednosti imovine ulaže u kratkoročne dužničke hartije od vrednosti i novčane depozite. Ovi fondovi imaju najmanju stopu rizika, i kao takvi ostvaruju najniže prinose u odnosu na ostale vrste otvorenih fondova. Fond prihoda ulaže najmanje 75% svoje imovine u dužničke hartije od vrednosti (obveznice). Ulaganje u fond prihoda nosi nešto veći rizik od ulaganja u fond očuvanja vrednosti imovine, a time i ostvaruje nešto veće prinose. Karakteristika fonda prihoda je da je izložen riziku kretanja kamatnih stopa, drugim rečima: kada kamatne stope rastu, vrednost imovine fonda prihoda se smanjuje. Balansirani fond ulaže najmanje 85% imovine u vlasničke i dužničke hartije, sa tim što u dužničke hartije od vrednosti ulaže najmanje 35% a najviše 65% ukupne imovine fonda. Ovaj fond nosi umerenu stopu rizika i umerene prinose. Fond rasta vrednosti imovine ulaže najmanje 75% vrednosti svoje imovine u vlasničke hartije od vrednosti (akcije). Ovakvi fondovi su najrizičniji, i najprimerniji osobama koji su spremni da prihvate visok rizik investiranja. Većina investicionih fondova u Srbiji su fondovi rasta vrednosti.

U prethodnoj 2010. godini, na tržištu kapitala Republike Srbije desilo se dosta promena po pitanju investicionih fondova. Na tržištu su se pojavila dva nova fonda od strane DZU Raiffeisen Invest a.d. Beograd: fond očuvanja vrednosti imovine Raiffeisen Cash i fond rasta vrednosti imovine Raiffeisen World. DZU Citadel Asset Management je preuzetom balansiranom fondu „Hypo Balance“ uz odluku Komisije za Hartije od vrednosti promenio naziv u „Triumph Balance“. Komisija za Hartije od Vrednosti odobrila je i spajanje dva otvorena investiciona fonda „Triumph“ i „KD Ekskluziv“. Sumirano na kraju godine, možemo reći da su samo tri fonda imala negativno kretanje i to iz grupe fondova rasta vrednosti imovine. Najveći pad investicione jedinice imao je fond Raiffeisen Akcije od -50.54 odsto, zatim fondovi Focus Premium -20.69 odsto i Delta Dynamic -4.59 odsto (seebiz.eu 2011). Povećanje vrijednosti jedinice iz ove grupe fondova, ostvarili su fond Ilirika Global od 10.06 odsto, zatim fond Fima Proactive sa rastom od 8 odsto, fond Raiffeisen World sa 6.67 odsto, fond Citadel Triumph sa 5.52 odsto i fond Kombank Infond sa 1.17 odsto (seebiz.eu 2011). Svi balansirani fondovi na kraju godine imali su povećanje vrednosti investicione jedinice. Najveće povećanje vrednosti jedinice imao je fond Triumph Balance od 9.80 odsto, zatim 4.37 odsto fond Erste Euro Balanced 35 i 3.87 odsto fond Delta Plus.

Najmanje rizični fondovi, fondovi očuvanja vrednosti imovine, u 2010. godini, imali su pozitivne promene. Najveću pozitivnu promenu imao je fond Erste Cash od 8.93 odsto, zatim fond Raiffeisen Cash sa rastom od 8.71 odsto, fond Fima Novac sa 7.77 odsto i fond Citadel Novčani sa 7.64 odsto. Ukupna imovina otvorenih investicionih fondova u 2010. godini smanjena je za -8.47 odsto (seebiz.eu 2011). Najveći rast imovine imao je fond Erste Cash 312.28 odsto, a najveći pad imovine imao je fond Raiffeisen Akcije od -90.20 odsto (seebiz.eu 2011).

Kretanje vrednosti investicione jedinice, fondova na tržištu kapitala Srbije u 2010. godini predstavljen je tabelom 2.

Tabela 2. Kretanje vrednosti investicione jedinice fondova na tržištu kapitala Srbije u 2010. godini

Red. Br.	Naziv fonda	Rast vrednosti investicione jedinice	Naziv fonda	Pad vrednosti investicione jedinice
1.	Ilirika Gold	10,06%	Raiffeisen Akcije	-50,54%
2.	Triumph Balance	9,80%	Focus Premium	-20,69%
3.	Erste Cash	8,93%	Delta Dynamic	-4,59%

Izvor: seebiz.eu, www.seebiz.eu, (20.01.2011.)

Takođe je značajno istaći da je na kraju 2010. godine vrijednost imovine svih otvorenih investicionih fondova iznosila 1,078,876,273.62 RSD.

Zatvoreni fond svoja sredstva prikuplja putem javne ponude i ima ograničen broj akcija. Kada je javna ponuda završena, investitori koji su kupili akcije fonda njima mogu trgovati na organizovanom tržištu po tržišnoj ceni tih akcija koja može biti niža ili viša od vrednosti imovine fonda. Društvo za upravljanje je dužno da uvrsti akcije fonda na organizovano tržište u roku od 3 dana od dana prijema rešenja o izdavanju. Pored hartija od vrednosti u koje ulažu otvoreni fondovi, zatvoreni fondovi mogu ulagati i u nekretnine, kao i u privredna društva kojima se ne trguje na organizovanom tržištu, pa mogu biti rizičniji od otvorenih fondova. Zatvoreni fondovi ne vrše otkup akcija od svojih članova, već ih oni moraju prodati na sekundarnom, berzanskom ili vanberzanskom tržištu.

U zavisnosti od investicione politike i vrste imovine u koju ulažu, zatvoreni fondovi se dele na (Investicioni-fondovi 2011):

- Zatvorene fondove koji više od 50% svoje imovine ulažu u hartije od vrednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu;
- Zatvorene fondove koji više od 50% svoje imovine ulažu u akcije preduzeća kojima se ne trguje na organizovanom tržištu i udele ortačkih, komanditnih i društava sa ograničenom odgovornošću u Republici Srbiji;
- Zatvorene fondove za ulaganje u nekretnine koji više od 60% imovine ulažu u nepokretnosti.

Na tržištu kapitala Srbije postoje i privatni fondovi organizovani kao društva sa ograničenom odgovornošću. Namenjeni su iskusnim investitorima, i minimalan ulog iznosi 50.000 EUR.

3. Merenje prinosa investicionih fondova

Investicionom politikom investicionog fonda utvrđuju se osnovni ciljevi i strategija ulaganja investicionog fonda. Osnovni cilj investicione politike otvorenih investicionih fondova je ostvarivanje atraktivnih prinosa, uz prihvatljiv rizik.

Uloga investicionih fondova u razvoju tržišta kapitala

Investiciona jedinica je udeo u ukupnoj neto imovini otvorenog investicionog fonda. Obračun neto vrednost aktive po jednoj investicionoj jedinici (NAV- Net assets value) je predstavljen u tabeli 3. Početna vrednost investicione jedinice svih otvorenih fondova u Srbiji iznosi 1.000 dinara. Kada fizičko ili pravno lice uloži određena sredstva u fond on zapravo kupuje određeni broj investicionih jedinica. Neto vrednost fonda računa se svakog radnog dana, po završetku trgovanja. S obzirom na to da se vrednost hartija od vrednosti svakodnevno menja, tako se i neto vrednost fonda svakodnevno menja. Neto vrednost fonda je i dobar pokazatelj uspešnosti poslovanja investicionog fonda. Takođe je značajno istaći da cena po kojoj se vrši kupovina ili prodaja akcija otvorenih fondova odgovara tržišnoj vrednosti portfolia HOV kojim oni raspolažu. Cena akcija se određuje na bazi neto vrednosti aktive NAV po jednoj akciji. Kod zatvorenih investicionih fondova cijene akcija zavise od tržišnih kretanja i odnosa ponude i tražnje za njima, pa se samim tim mogu razlikovati od neto vrednosti aktive (Erić 2003, 220).

Obračun neto vrednosti aktive po jednoj investicionoj jedinici (*NAV- Net assets value*), prikazaćemo na hipotetičkom primeru. Pretpostavimo da investicioni fond XXX poseduje 1.500 investicionih jedinica. Tekuća tržišna cena akcija na kraju dana iznosi 1,5 n.j, a gotovina koju fond poseduje iznosi 15 000 n.j. Obaveze fonda iznose 5.500 n.j. Izračunati neto vrednost aktive otvorenog investicionog fonda po investicionoj jedinici.

Tabela 3. Obračun neto vrednosti aktive po jednoj investicionoj jedinici (*NAV- Net assets value*)

Opis	Vrednost
1. Gotovina	15 000
2. Tržišna vrednost finansijskih instrumenata (1500*1,5)	2250
3. Ukupna tržišna vrednost aktive fonda (1+2)	17 250
4. Obaveze (pasiva fonda)	5500
5. Neto vrednost aktive fonda (3-4)	11750
6. Broj investicionih jedinica	1 500
7. Neto vrednost aktive po jednoj investicionoj jedinici (<i>NAV- Net assets value</i>) (5/6)	7,83

Investicioni fondovi mogu ostvariti dobit za svoje investitore po tri osnova. Kao prvo, po osnovu dividendi i kamata primljenih na hartije od vrednosti u portfoliu. Kao drugo, po osnovu realizovane kapitalne dobiti (*capital gains distributions*) ukoliko je prodajna cena HOV veća od nabavne cene. Treći vid predstavlja rast vrednosti HOV iz portfolia fonda, a time i do rasta NAV (*Net assets value*) fonda (Šoškić 2006, 282). Prinos investitora u investicione fondove nije garantovana kategorija. Investitor u zavisnosti od stanja na tržištu kapitala, kretanja cena HOV i drugih parametara, može da ostvari i određene gubitke po

pojedinin kategorijama ili čak i svim u određenom periodu. Investiciona politika u investicione fondove treba se bazirati na dugoročnom vremenskom horizontu.

Prinos (*yield*) predstavlja prihod po akciji plaćen akcionarima na osnovu dividendi i kamata, tj. po prvom osnovu prihoda fonda (Šoškić 2006, 282). Obično se izražava kao procenat nabavne cene akcija fonda (*offer price* ili *buy price*). Isplate pored dividendi i kamata obuhvataju i realizovanu kapitalnu dobit (*capital gains distributions*), tj. obuhvataju sve isplate akcionarima po prvom i drugom osnovu prihoda fonda. Ukupan prinos investitora fonda (*Total yield of the fund investors*) pored isplata obuhvata i nerealizovane kapitalne gubitke koji se manifestuju u rastu NAV. Kao sveobuhvatna i najbolja mera performansi investicionog fonda uzima se prinos po osnovu dividende ili/i kamate, profit realizovan prodajom HOV i rast vrednosti akcija fonda NAV.

Ako sa Up označimo stopu ukupnog prinosa otvorenih investicionih fondova, sa p_t prinos, realizovanu kapitalnu dobit sa k_t , a rast vrednosti NAV sa $NAV_{t+1} - NAV_t$, tada stopu ukupnog prinosa otvorenih investicionih fondova izračunavamo po relaciji 1 (Šoškić 2006, 282):

Relacija 1.:

$$Up = \frac{p_t + k_t + (NAV_{t+1} - NAV_t)}{NAV_t}$$

Po istom principu u tabeli 4. izvršićemo proračun stope prinosa otvorenog investicionog fonda po akciji:

Tabela 4. Stopa prinosa otvorenog investicionog fonda po akciji

Dividenda po akciji u tekućem obračunskom periodu	Realizovana kapitalna dobit po akciji	Neto vrednost aktive po akciji na početku obračunskog perioda NAV_t	Neto vrednost aktive po akciji na kraju obračunskog perioda NAV_{t+1}	Stopa prinosa otvorenog investicionog fonda po akciji
0,43	0,32	7,83	7,90	10,47%

Kod zatvorenih investicionih fondova situacija je jednostavnija jer se stopa prinosa dobija kao i kod svake druge akcije kao odnos zbira kapitalne apresijacije $C_{t+1} - C_t$ i dividende d , sa cenom akcije fonda na početku perioda C_t , što je predstavljeno relacijom 2 (Šoškić 2006, 282):

Relacija 2.:

$$p = \frac{(C_{t+1} - C_t) + d}{C_t}$$

Uloga investicionih fondova u razvoju tržišta kapitala

Po istom principu u tabeli 5, izvršićemo proračun stope prinosa zatvorenog investicionog fonda po akciji:

Tabela 5. Stopa prinosa zatvorenog investicionog fonda po akciji

Dividenda po akciji u tekućem obračunskom periodu	Realizovana kapitalna dobit po akciji	Cena akcija na početku obračunskog perioda C_t	Stopa prinosa zatvorenog investicionog fonda po akciji
0,80	0,45	30	4,17%

Kod otvorenih investicionih fondova investitori, po pravilu, ne dobijaju pun iznos ukupnog prinosa. Uz menadžment proviziju, koja se oduzima pre formiranja NAV_{t+1} , tu su i druge provizije namenjene, uglavnom pokrivanju troškova distributivno-prodajne organizacije fonda. Strukturu troškova investicionog fonda je moguće predstaviti pomoću sledeće matematičke relacije:

$$T_u = U_n + I_n + N_u + T_f + D_t + T_t$$

T_u - Ukupni troškovi,

U_n - ulazne naknade,

I_n - izlazna naknada,

N_u - naknada za upravljanje imovinom fonda,

T_f - troškovi fonda, D_t -drugi troškovi,

T_t - troškovi transfera novca.

Ulagáč plaća ulaznu naknadu prilikom kupovine udela fonda (*od 0 – 5 % iznosa uplate, (uobičajno 3%)*). Ulagáč plaća izlaznu naknadu prilikom (prodaje) otkupa udela fonda (*0 – 5% vrednosti lične imovine (uobičajno 0% ili 1%)*). Društvo za upravljanje ima pravo na godišnju naknadu za upravljanje imovinom fonda, koja se svakodnevno obračunava kao procenat imovine fonda, ili kao procenat prosečne godišnje neto vrednosti imovine fonda i naplaćuje se direktno iz imovine fonda (*od 1% do 5% (uobičajno 3%)*). Troškovi koji se naplaćuju iz imovine fonda se odnose na troškove vezane za trgovinu hartijama od vrednosti (provizije brokersko-dilerskog društva, Berze, Centralnog registra) kao i troškovi kastodi banke i eksterne revizije. Druge troškove ulagač plaća po osnovu drugih usluga koje društvo za upravljanje obavlja po podnesenom zahtevu ulagača: izrada i dostava izveštaja o prometu i stanju udela, dostava finansijskih izveštaja fonda. Troškovi koji nastaju kod banaka ili drugih finansijskih organizacija preko kojih kupujete investicione jedinice (*uobičajno isto kao kod plaćanja računa, max 1%*).

4. Rizici ulaganja u investicione fondove na tržištu kapitala Republike Srbije

Kako svako investiciono ulaganje nosi određen stepen rizika, tako i ulaganje u investicione fondove nosi određen rizik. Visina rizika je u finansijama tesno povezana sa visinom prinosa. Rizik najjednostavnije rečeno predstavlja verovatniću trpljenja gubitka, štete ili povrede (Erić 2003, 146). Može se reći da su prinos i rizik dve strane iste medalje. Rizici koji najviše utiču na prinose investicionih fondova su najčešće sledeći: kamatni rizik, rizik promene vrednosti hartija od vrednosti, rizik kursa i valute, operativni rizik, rizik likvidnosti, rizik promene poreskih propisa i sl.

Najčešće se rizici dele na one na koje društvo za upravljanje investicionim fondovima može da utiče i na one na koje ne može. Prva grupa rizika se najčešće eliminiše kvalitetnom diversifikacijom portfolia fonda. Rizik portfelja se meri tzv. koeficijentom beta portfelja, koji pokazuje osetljivost portfolia na promene celog tržišta hartija od vrednosti. Kada je beta koeficijent manji od 1 znači da je njegov prinos manje osetljiv od prinosa ukupnog tržišta i sa tim i manje rizičan. Rizici mogu biti sistematski i nesistematski. Sistematski rizik je onaj koji upravljač nema uticaj jer se sa diversifikacijom ulaganja taj rizik ne može izbeći. Nesistematski rizik je onaj koji se može ograničiti diversifikacijom i odgovarajućim izborom ulaganja. Na bazi rizičnosti investicija u otvorene investicione fondove, moguće je kreirati skalu rizičnosti investicija, što je predstavljeno tabelom 6.

Tabela 6. Skala rizičnosti investicija u otvorene investicione fondove

Otvoreni investicioni fond	Skala rizičnosti
Fond očuvanja vrednosti imovine	1 - 2
Fond prihoda	2 - 4
Balansirani fond	4 - 6
Fond rasta vrednosti imovine	8 - 10

Skala rizičnosti: 1- bez rizika, 5 - srednje rizičan,.....10 - visoko rizičan

Zaključak

Investicioni fondovi su profesionalno vođene finansijske institucije koje mobilišu kapital više pojedinaca radi ulaganja u skup hartija od vrednosti različitih izdavalaca. Oni nisu ništa drugo do skup akcija i/ ili obveznica. Ovi fondovi dolaze do kapitala tako što prodaju svoje akcije ili udele, i dalje ta sredstva koriste za investiranje u mnoge i različite segmente tržišta. Osnivanje velikog broja investicionih fondova dovelo je do obogaćenja institucionalne strukture bankarsko – finansijskog sektora i do povećanja konkurentnosti. Osim toga, izvršeno je i produbljivanje finansijskog tržišta. U strukturi vrsta investicionih fondova u Srbiji dominiraju fondovi rasta vrednosti, koji donose najveću dobit, ali nose i najveće

rizike, koji su svoje postojanje na najočitiji način prikazali tokom ulaska u finansijsku krizu. Svaki investitor čiji je primarni investicioni cilj da zaštiti svoj kapital, a da uz to ostvaruje relativno visoku stopu prinosa uz minimalan rizik, trebalo bi da razmotri mogućnost investiranja u investicione fondove.

Generalno gledano, obim prometa hartija od vrednosti na Beogradskoj berzi trenutno je mali. Razlog takvog stanja na tržištu kapitala Republike Srbije je poljuljano poverenje investitora, usled naglih korekcija u cenama akcija u skorijoj prošlosti i globalnih ekonomskih dešavanja. Do naglih korekcija je došlo prvenstveno zbog slabog poznavanja funkcionisanja tržišta kapitala domaćih investitora, netransparentne privatizacije, te niskog stepena korporativnog upravljanja. Da bi se desio povratak poverenja investitora u tržište kapitala Republike Srbije, bilo bi neophodno obezbediti potpuno poštovanje standarda korporativnog upravljanja, poslovanje preduzeća učiniti transparentnijim i ubrzati rešavanje sudskih sporova. U poslednjem vremenskom periodu tržište kapitala Republike Srbije, kao i tržišta kapitala zemalja okruženja postajala su nestabilnija i zahtevaju permanentne analize emitenata i sveobuhvatnog rizika koji prati ulaganja. Ulaganje u investicione fondove donosi dosta izbalansiran odnos prinosa i rizika, uzimajući trenutne okolnosti na tržištu kapitala Republike Srbije, po pitanju odnosa prinosa i rizika.

Međutim, bez obzira na to investitori na ovim prostorima još nemaju naviku da investiraju na berzi i većina njih će se pre odlučiti za neki drugi vid ulaganja kao što su nekretnine, jer još uvek postoji strah nasleđen iz prošlosti. Ono što je sigurno jeste da će investiranje u investicione fondove u skoroj budućnosti sigurno dobiti na značaju, jer Evropa i svet se sve više integrišu, informacije se šire brzinom svetlosti, tako da je neizbežno da se i tržište kapitala Republike Srbije i njeni građani sve više uključuju u tokove savremenog sveta.

Literatura

1. Beogradska berza, www.belex.rs, (10.02.2011.)
2. Beogradska berza, www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji [10.02.2011.]
3. Beogradska berza, www.belex.rs/trgovanje/ucesce_stranaca [28.02.2011.]
4. Bodie, Z., Kane, A., Marcus, J. (2006) *Počela ulaganja*. Mate: Zagreb
5. Bodie, Z., Kane, A., Mareus, J. (2009) *Osnovi investicija*. Beograd: Data status
6. Bradfield, J. (2007) *Introduction to the Economics of Financial Markets*. Oxford University Press
7. Erić, D. (2003) *Finansijska tržišta i instrumenti*. Beograd: Čigoja
8. Fabozzi, F., J., Fabozzi, T., D. (1989) *Bond Markets, Analysis and Strategies*. Englewood Cliffs, NJ, itd: Prentice-Hall International Inc.
9. Hoover, S. A. (2006) *Stock valuation An Essential Guide to Wall Street's Most Popular Valuation Models*. The McGraw-Hill Companies
10. Investicioni-fondovi, www.investicioni-fondovi.com [20.01.2011.]
11. Ivanišević, M. (2008) *Poslovne finansije*. Beograd: Ekonomski fakultet

12. Kelleher, J. (2010) *Equity Valuation for Analysts & Investors A Unique Stock Valuation Tool for Financial Statement Analysis and Model-Building*. The McGraw-Hill Companies
13. Mishkin, F. S., Eakins, S. G. (1989) *Finansijska tržišta + institucije*. Zagreb: Mate
14. Mishkin, F. S., Eakins, S. G. (2006) *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*. Beograd: Data status
15. Seebiz.eu, www.seebiz.eu/sr/fondovi/investicioni-fondovi, [20.01.2011.]
16. Sl. glasnik RS (br. 46/2006) Zakon o investicionim fondovima
17. Šoškić, D. (2006) *Hartije od vrijednosti - Upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*. Beograd: CID Ekonomski fakultet
18. Šoškić, D., Živković, B. (2006) *Finansijska tržišta i institucije*. Beograd: CID Ekonomski fakultet
19. Ušćumlić, M., Oručević, M. (1991) *Elementi numeričke analize*. Tuzla: Karanco
20. Van Horne, J., Wachowicz, J. (2002) *Osnove finansijskog menadžmenta*. Zagreb: Mate

THE ROLE OF INVESTMENT FUNDS IN CAPITAL MARKET DEVELOPMENT

Abstract: Decline in trust and the withdrawal of foreign investors from the Serbian capital market contributed to the decline in value of turnover on the BSE. Increased risk of investing in the Serbian capital market focused investors on less risky investments, and in that respect and less profit. In such circumstances, the Serbian capital market, the investment alternative is to invest in mutual funds. Mutual funds carry a slightly higher risk than savings in the bank, but as a rule, and higher yields on invested funds. The paper analyzes investment funds in the capital markets of Serbia, in terms of types, methods of functioning and income of the fund. The paper is also a survey of the net asset value per share of the fund NAV (net asset value), the total rate of return of open investment funds (total rate of return of open investment funds) and the rate of total yield closed-end investment funds (rates of total yield closed-end investment funds). The aim is to point out the advantages and disadvantages of investing in mutual funds in the capital markets of Serbia, and the possibilities of realizing returns on invested funds.

Keywords: open-ended investment fund, closed-end investment fund, the NAV (net asset value), rate of return, risk;