

UDK: 336.74

Izvorni znanstveni članak
primljen 24. travnja 2008.

Prof. dr. sc. Drago Radić,
Pravni fakultet Sveučilišta u Mostaru

UPRAVLJANJE VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA U INVESTICIJSKIM DRUŠTVIMA

Činjenica je da se danas mnogi individualni investitori, financijske institucije i holding kompanije u svom poslovanju bave upravljanjem investicija u vrijednosne papire.

Neki se time bave izravno, oslanjajući se na vlastita istraživanja u donošenju investicijskih odluka, dok drugi angažiraju stručne institucije za obavljanje ovog posla.

Većini institucija koje pružaju javne usluge, portfolio menadžment je, u pravilu, njihova sporedna djelatnost kao što je pružanje usluga od strane investicijskih savjeta, brokersko - dilerskih kuća, departmani upravljanja investicijama velikih kompanija za osiguranje života, u cilju podizanja učinkovitosti njihove osnovne djelatnosti. Međutim, društva kao investitori nastala su radi obavljanja ove funkcije.

Investicijska društva, slobodno možemo reći, predstavljaju institucionalnu funkciju portfolio menagementa.

Ključne riječi: investicijska društva, vrijednosni papiri, portfolio, aktiva, menadžment društva, NAV – neto vrijednost aktiva po akciji, otvorena investicijska društva, zatvorena investicijska društva, rizik, Zakon o društvima za upravljanje fondovima i investicijskim fondovima Federacije BiH, Zakon o privatizacijskim – investicijskim fondovima i društvima za upravljanje privatizacijsko – investicijskim fondovima Republike Srpske i Zakon o investicijskim fondovima Republike Srpske.

I. KARAKTERISTIKE FUNKCIONIRANJA

1.1. Izbor i kupovina dobitnih vrijednosnih papira

Investiranje u vrijednosne papire javlja se kao nužnost za velikih broj ljudi i institucija. Ali do uspješnog portfolio investiranja treba savladati veliki broj zapreka. Jedna od njih, najvažnija, jest izbor i kupnja dobitnih vrijednosnih papira. Ovdje se misli da ne treba staviti sva „jaja“ u jednu korpu, nego u više pravih korpi tj. vrijednosnih papira

koji zajedno daju povoljan učinak u vezi s prinosom i rizikom. To u biti predstavlja veliki problem. Jednom ustanovljen učinkovit portfolio treba kontinuirano pratiti i, po potrebi, revidirati da bi se osiguralo ispunjavanje postavljenih investicijskih ciljeva. Pogrešna izabrana investicija može dati lošije rezultate nego čuvanje novca u *jastuku*. Za rješavanje ovog problema treba dobra analiza, kapital i vrijeme. Nekim investitorima nedostaje jedan od tih uvjeta, nekim dva ili svi.

Zbog toga veliki broj investitora izabire medij – investicija s različitim spektrom vrijednosnih papira. Tu se podrazumijeva struktura aktive investicijskih fondova na tržištu kapitala u određeno vrijeme. To ćemo prikazati na sljedećem primjeru:

VRSTE AKTIVE	IZNOS
1. Obične dionice	
2. Preferencijalne dionice	
3. Varanti i prava	
4. Opcije	
5. Dugoročne obveznice	
6. Kratkoročne obveznice	
7. Dugoročne municipalne obveznice	
8. Kratkoročne municipalne obveznice	
9. Gotovina i potraživanja minus obveze	
10. Ostalo	
11. UKUPNA NETO AKTIVA	

Izvor: Investment- Institute, 1998.

Ovdje investicijska društva predstavljaju financijsku instituciju koja povlači sredstva manjih individualnih investitora kojima zauzvrat emitiraju vrijednosne papire ili potvrde o učešću u financijskoj aktivnosti fonda. Tako ostvarene prihode investicijska društva investiraju na domaćem ili međunarodnom tržištu kapitala u vrijednosne papire, stvarajući diversificirani investicijski portfolio.

Za učinkovito investiranje sredstava u investicijska društva brine se profesionalni menadžer ili stručna ekipa ljudi koja predstavlja portfolio menadžment društva. Prihodi, na temelju vrijednosnih papira, dijele se akcionarima tj. vlasnicima investicijskog društva razmjerno njihovom sudjelovanju, umanjeni za vrijednost provizija usluga menadžment portfolioa.

Upravljanje portfolioom investicijska društva provode u ime i u najboljem interesu njegovih suvlasnika, ali sav rizik snose suvlasnici koji proizlazi iz poslovne aktivnosti društva.¹ Iz ovog proizlazi da je investicijsko društvo financijski posrednik, da sitne i nepućene investitore, na mala vrata, posredno uvede u „veliki svijet financija.“

Termin koji se koristi kao sinonim za investicijska društva jest investicijski fond. Treba, međutim, razlikovati pojam upravljačkog ili menadžment društva (*FUND – FAMILY ili MENAGEMENT COMPANY*) koje može imati jedan ili više investicijskih fondova u svom sustavu. U pravilu, upravljačka društva su sastavljena od više investicij-

1) Zbog toga što investicijske kompanije emitiraju vlasnička prava za razliku od banaka koje na sredstva uzeta u zajam emitiraju dugovna prava, po osnovu kojih se obvezuju na isplatu fiksnih prinosa investitorima koji ne zavise od prinosa koji banke ostvaruju na plasman prikupljenih sredstava. Time banka podnosi rezidualnih rizik i rezidualnih prinosa.

skih fondova, koji imaju zasebne ciljeve, menadžment, investicijske strategije i portfolio strukturu. To možemo prikazati na sljedeći način:

Odnos menadžment društava i investicijskim fondova:



Prelazak postojećeg investitora iz jednog fonda u drugi unutar istog menadžment društva je besplatan. Također i provizija za sve fondove unutar istog menadžment društva je, u pravilu, ista. Cjenovne kotacije investicijskih fondova su grupirane po menadžment društvima, gdje neka menadžment društva investitorima nude veliki broj različitih investicijskih fondova s različitim investicijskim ciljevima.²

Na temelju određenih istraživanja u SAD-u 1993. godine, pet najvećih investicijskih društava kontroliralo je više od 32% aktive svih investicijskih fondova.³ To znači da je prisutna značajna koncentracija ukupnog obujma posla u rukama relativno malog broja velikih društava. Društva s jednim fondom u praksi su rijetkost.

Ciljana funkcija menadžment društva je da uvećaju aktivu pod svojom kontrolom. Ona uvode nove tipove fondova u kontinuiranom nadmetanju za raspoloživi novac investitora.

Veća menadžment društva svojim akcionarima i potencijalnim investitorima često nude besplatne tržišne analize, prognoze poslovanja, razne savjete i edukativno obrazovanje. Na taj način investicijska društva svojim potencijalnim ulagačima na transparentan način nude prihvatljiv rizik i prinos. Na kraju investitori sami odlučuju da izaberu ono što njima odgovara kad je riječ o riziku i prinosu.

Investicijska društva se dijele na otvorena i zatvorena. Otvorena su ona koja su spremna emitirati dodatne akcije zainteresiranim investitorima i od njih otkupljivati akcije na njihov zahtjev. Zatvorena investicijska društva posluju kao i sva druga akcionarska društva tj. Emitiraju, u pravilu, fiksni broj akcija i ne otkupljuju svoje akcije od investitora.

Investicijska društva vrše posredničke funkcije za račun svojih ulagača. Glavna funkcija je smanjenje rizika kroz diversifikaciju vrijednosnih papira.

Općenito, može se reći da je uspjeh investicijskih fondova tijesno povezan za cjenovna kretanja i, šire, stope prinosa vrijednosnih papira iz njihovog portfelja. Stope prinosa vrijednosnih papira utječu na budući priljev sredstava u fondove ali i priljev sredstava u neke fondove može povratno utjecati na buduće stope prinosa vrijednosnih papira.⁴ Taj utjecaj je, u najvećoj mjeri, rezultat rasta cijena izabranih vrijednosnih pa-

2) Podatak uzet iz Fabozzi, F., Modigliani, F., Ferri, M., 1994., str.155.

3) Fredman, A. J. and Wiles, R.W., New York, Institute of Finance, str.7., 1993.

4) Fortune, P., Mutual Funds, Part II., Funds Flow Security Returns, New England Economic Review

pira koji je uvjetovan rast potražnje na temelju većih raspoloživih sredstava investicijskih fondova.

1.2. Povijesni razvoj

Investicijska društva su nastala u 18. st., ali veći broj se javlja tek u 19. st. i to kao sredstva malih investitora za ulaganje u akcije poduzeća, koje su se u to doba smatrale špekulativnim investicijama. U razdobljima kada su cijene akcija rasle, rastao je i interes investitora za ulaganje u investicijska društva. Razvoj investicijskih društava se kretao na isti način kao i konjunktura na financijskim tržištima.

Prvo investicijsko društvo u suvremenom smislu riječi bilo je škotsko – američko investicijsko društvo, osnovano u Londonu 1860. godine.⁵ Krajem 19. st. i početkom 20. st. investicijska društva počinju se otvarati u većem broju zemalja, poglavito u Velikoj Britaniji a potom i u SAD-u. Većina ovih društava bila su zatvorenog tipa. Od 1920. godine razvoj gospodarskog rasta dovodi do povećanog interesa za investicijskim društvima u Velikoj Britaniji i SAD-u.

Međutim, velika ekonomska kriza 1939. godine je učinila svoje i dovela do gašenja velikog broja investicijskih društava. To je naročito pogodilo one koji su bili zaduženi putem obveznica i preferencijalnih dionica, koje su bile izdavane radi dopunskog podizanja prinosa po običnoj dionici. Do nešto većeg razvoja investicijskih fondova dolazi sredinom i krajem 1960-tih godina, sve do ekonomske krize izazvane naftom.

Godine 1972. osnovan je prvi investicijski fond tržišta novca. On je predstavljao mehanizam uvođenja štednje domaćinstava na tržište novca i model prevladavanja restriktivne odredbe o limitiranju pasivnih kamatnih stopa. Rast broja investicijskih fondova ohrabrio je pojavu inovativnih štednih shema posebice u investiranju u različite forme obveznica. Investicijska društva doživljavaju pravi bum u 80-tim i 90-tim godinama prošlog stoljeća i to u SAD-u, Francuskoj, Velikoj Britaniji, Njemačkoj i drugim zemljama.

Osnovni razlozi zašto je došlo do dinamičnog rasta investicijskih fondova i njihove popularnosti među sitnim investitorima jesu u tome što mogu dati relativno visoke prinose (više od oročenih štednih depozita) uz relativnu sigurnost (zbog diversifikacije portfolija) i visokog stupnja likvidnosti (jer se akcije fonda mogu prodavati).

Investicijska društva igraju važnu ulogu na širokom polju financijskih usluga. Ona su sredstvo individualne štednje radi stvaranja izvora osnovnog ili dopunskog prihoda za mirovinske fondove, zatim osnovnog iznosa za podmirivanje troškova, školovanje djece, podmirivanje troškova zdravstvene zaštite, kupnje stanova i razne druge namjene. S obzirom na više stope prinosa akcija i obveznica u odnosu na štedne depozite, investicijska društva su danas nudeći likvidnost, sigurnost, sredstva dugoročne štednje bez premca. Ona zbog toga preuzimaju tradicionalna tržišta drugih financijskih institucija, prije svega banaka, u pogledu oročene štednje i kredita, mirovinskih fondova, osiguravajući društava, prije svega u pogledu životnog ali i drugih formi osiguranja.

Danas su investicijskih fondovi, bez sumnje, najbolji financijski provodnici štednje, kao investicijama u financijskim sustavima razvijenih zemalja.

Federal Reserve Banke of Boston, 1998., str. 34.

5) Kohn, M., McGraw – Hill, Financial Institutions and Markets, 1994., str. 436.

1.3. Neto vrijednost aktive po akciji fonda - NAV

Jedan od temeljnih parametara, uopće, predstavlja neto vrijednost po akciji fonda – NAV (*nett asset value*). Ovo se može tumačiti i kao vrijednost koja realno pripada jednoj akciji fonda. Da bismo izračunali NAV, treba uzeti cijene vrijednosnih papira koje se nalaze u portfoliju fonda, i to na kraju radnog dana. Množenjem tih cijena s brojem odgovarajućih vrijednosnih papira koji se nalaze u portfoliju, odnosno u vlasništvu fonda i sabiranjem s ostalim vidovima aktive (gotovina, kratkoročni papiri i sl.), dobivamo ukupnu vrijednost aktive fonda. Kada ukupnu vrijednost aktive fonda umanjimo za obveze i podijelimo s brojem akcija fonda u optjecaju, dobijemo neto vrijednost aktive fonda po akciji – NAV tj. cijenu po kojoj bi otvoreni investicijski fond trebao otkupljivati svoje akcije od investitora. Ilustracije radi, pretpostavimo da investitori u posjedu imaju jedan milijun akcija investicijskog fonda. Pretpostavimo, dalje, da fond promatranog dana ima u posjedu portfolio sastavljen od 4 akcije s tržišnom cijenom u iznosu od 500 milijuna dolara. Ako obveze fonda iznose 20 milijuna dolara, a gotov novac 50 milijuna dolara, NAV bi smo dobili na sljedeći način:

GOTOVINA I EKVIVALENTNA AKTIVA		50 000 000 \$
AKCIJE U SVOJINI FONDA	A: 100 000 akcija – 50\$	5 000 000 \$
	B: 200 000 akcija – 100\$	20 000 000 \$
	C: 125 000 akcija – 80\$	10 000 000 \$
	D: 2 500 000 akcija – 75\$	187 500 000 \$
UKUPNA TRŽIŠNA VRIJEDNOST AKCIJA		500 000 000 \$
UKUPNA VRIJEDNOST AKTIVE		550 000 000 \$
OBVEZE		20 000 000 \$
UKUPNA VRIJEDNOST AKTIVE		530 000 000 \$
BROJ AKCIJA INVESTICIJSKOG FONDA		1 000 000
NAV		

$$NAV = 500\,000\,000 + 50\,000\,000 - 20\,000\,000 / 1\,000\,000 = 530 \$$$

NAV se često još naziva *BID* ili *SELL PRICE* i predstavlja osnovnu cijenu po kojoj je moguće prodati akciju otvorenom investicijskom fondu tj. cijenu po kojoj, u pravilu, otvoreni fond tog dana otkupljuje svoje akcije. Neto vrijednost aktive po akciji računa se svakog radnog dana. Za većinu investicijskih društava pri računanju NAV-a uzimaju se cijene vrijednosnih papira iz njihova portfolija s kraja prethodnog radnog dana. Međutim, neka investicijska društva koriste jedan trgovački dan starije cijene vrijednosnog papira. NAV se, u pravilu, objavljuje u svim dnevnim novinskim izvješćima o investicijskim društvima. Ova se informacije svakog dana može dobiti od menadžment društva i na internetu.

Praćenjem kretanja NAV dolazimo do zaključka koliko je cjenovno nestabilan portfolio u odnosu na druge fondove ili burzovne indekse i kakva mu je kapitalna aprecijacija ili deprecijacija. NAV na dugi rok ne daje precizno izražavanje kapitalne aprecijacije fonda. Razlog je u tome što fond kontinuirano adaptira strukturu svog portfolija, realizira kapitalne dobitke i gubitke i realizirane dobitke dijeli akcionarima. Kada se ka-

pitalni dobici isplate akcionarima, tada dolazi do pada NAV-a za iznos isplaćenoga kapitalnog dobitka po akciji.

1.4. Pravni temelj osnivanja investicijskih društava

Investicijska društva su visoko rangirani financijski entiteti koji se mogu osnivati i poslovati kao npr. u SAD-u, uz suglasnosti s većim brojem zakona. Investicijske kompanije se podvrgavaju širokim općim propisima kao i javna akcionarska društva. Svaka emisija vrijednosnih papira investicijskih društava mora biti registrirana kod Komisije za vrijednosne papire i u ponudi investicijskoj javnosti popraćena vjerodostojnim prospektom. S obzirom da otvorena investicijska društva kontinuirano prodaju nove akcije, one su u kontinuiranom procesu registracije njihovih emisija.

Zakonom o investicijskim društvima je predviđeno da one moraju staviti na uvid potencijalnim investitorima ne samo svoje investicijske ciljeve i politiku već i svoje periodične financijske obračune i detaljnu strukturu provizija koje plaćaju. Svaka promjena investicijskih ciljeva i investicijske politike investicijskih društava prethodno mora biti odobrena od strane akcionara. Svaka izjava, tvrdnja, promocija i reklama novih točaka moraju biti nedvosmisleni kako ne bi potencijalne investitore dovodile do zablude. Zatim, zakon propisuje da svaki investicijski fond procjenjuje svoju aktivu svakodnevno na temelju jedne trenutačne tržišne vrijednosti i da je dužan otkupiti svoje akcije od investitora na njihov zahtjev. Otvorenim fondovima se zabranjuje prekomjerno zaduživanje kod banaka u određene svrhe i po propisanoj proceduri. Zakonom je propisano da se otvorenim investicijskim društvima smatraju ona koja svojim akcionarima dijele najmanje 90% svojih godišnjih prihoda podložnih oporezivanju i da imaju tzv. *diversifikacijski portfolio*. Pod time se podrazumijeva da portfolio ne smije biti veći u posjedu od 10% akcionarskog kapitala nekog društva. Ispunjavanjem ovih uvjeta izbjegava se dvostruko oporezivanje kod svih investicijskih fondova. Međutim, poreza se ne oslobađa akcionar na ostvareni prihod.

Kad je riječ o zatvorenim društvima, Zakon o investicijskim društvima propisuje određenu specifičnost, kao što je zabrana reklamiranja dodatne emisije akcija, ali im dopušta pozajmljivanje sredstava kroz emisiju obveznica i preferencijalnih dionica, agresivniju špekulativnu trgovinu opcijama i futuresima i širim spektrom investicijskih ciljeva u odnosu na otvorene fondove. Pored ostalog, propisima se reguliraju odredbe o fer trgovini, maksimalnim iznosima o proviziji, kako je provizija kod otvorenih investicijskih fondova ograničena na 5.5%. Tako i Zakon o investicijskim savjetnicima zahtijeva da oni budu registrirani i da zajedno s menadžmentom poštuju obveze registriranja, evidentiranja i otkrivanja podataka o svom poslovanju. Ovo zbog toga što je višak koji snose investicijska društva posljedica cjenovnih kretanja na financijskom tržištu, a ne neetičke poslovne prakse portfolio menadžmenta. Ova pitanja pravne regulative najvećim dijelom su prenijeta iz zakona SAD-a i zapadnoeuropskih zemalja.

1.5. Vrste investicijskih društava

Vrijednosni papiri predstavljaju temelj podjele investicijskih društava. Tu polazimo od kupovanja i prodavanja vrijednosnih papira i njihove ročnosti iz njihova portfolia i na temelju strukture vrijednosnih papira u njihovu portfolio.

Investicijska društva po načinu investiranja u njih i povlačenju sredstava iz njih mogu se podijeliti na otvorena i zatvorena. Otvorena investicijska društva (*mutual funds*)⁶ su dominantno prisutna na tržištu kako po ukupnom broju tako i po aktivu kojom raspolažu. Tijekom 80-tih i 90-tih godina prošlog stoljeća bilježi se veliki rast na svim segmentima njihove aktive.

*Struktura aktive otvorenih investicijskih fondova od 1981. - 1991.*⁷

AKTIVA	1981. u Mrd. \$	1991. u Mrd. \$
GOTOVINA	5.3	60.3
KORPORATIVNE OBVEZNICE	7.5	84.6
PREFERENCIJALNE AKCIJE	0.4	8.0
AKCIJE	36.7	328.1
MUNICIPALNE OBVEZNICE	3.0	147.7
DRŽAVNE OBVEZNICE	2.2	170.1
OSTALO	0.2	8.3
UKUPNO	55.2	807.1

Na temelju podataka može se vidjeti da prvi otvoreni fondovi i danas posluju unutar SAD-a. Na osnivanju fond je obećao svojim investitorima otkup akcija na njihov zahtjev i to po vrijednosti NAV umanjenu za 2\$ po akciji. Ono što ove fondove čini specifičnim jest upravo njihova obveza da zainteresiranim investitorima izravno prodaju akcije i da od svojih investitora otkupljuju svoje akcije na njihov zahtjev. Taj otkup akcija se vrši po neto vrijednosti aktive fonda (*net asset value – NAV*).

Otkup akcija izlaže fondove likvidnom riziku zbog koga otvorena investicijska društva investiraju, gotovo u potpunosti, u vrijednosne papire, kojima se aktivno trguje na sekundarnom tržištu. Može se dogoditi da fond preraste granicu njegova učinkovitog upravljanja po pravilima menadžmenta i tada se zatvara fond za dodatne investicije. Ovo se rijetko događa i tada se otvara tzv. Fond duplikat (*clone fund*) s gotovo istom portfolio strukturom, ciljevima i strategijom.

Otvoreni investicijski fondovi dosta ulažu u propagandu jer rast kapitala fonda prodajom njihovih akcija – uvećava njihov prihod.⁸

Unit investment trust predstavlja vrstu otvorenih investicijskih fondova u SAD-u koji investiraju najčešće u obveznice i ne treba ih miješati s Unit trustovima u Velikoj Britaniji. Oni imaju relativno fiksni portfolio, pa se može reći i da su bez aktivnog portfolio menadžmenta i da investitori u sudjelovanju u fondu nemaju bilo kakvih neizvjesnosti u vezi s njegovom portfolio strukturom. Ove fondove, u pravilu, osnivaju brokersko – dilerske kuće ili investicijske banke koje su bile potpisnik – jamac emisije obveznica. Unit investment trust izdaju otkupljive potvrde o sudjelovanju u fondu (*redeemable trust certificates*) i po tome su bliski otvorenim investicijskim fondovima. Ova

6) U Njemačkoj – Investment fonds, u Velikoj Britaniji – Unit trust

7) Investment Company Institute, Mutual Funds Fact Book, Washington D.C., 1992., str. 93.

8) Za razliku do SAD-a, u Velikoj Britaniji otvorene investicijske kompanije – Unit trust – često su vezane za banke koje u tom slučaju igraju ulogu trustee-a, tj. legalnog vlasnika portofolio fonda koji raspolaže i upravlja fondom na dobrobit investitora tj. beneficiary unit-a. Unit trust za razliku od mutual funds (SAD-u) svojim investitorima ne daju akcije već tzv. unit odnosno sudjelovanje u fondu.

društva, međutim, imaju fiksni broj tih potvrda u optjecaju i nisu u obvezi izdati nove, po čemu su bliži zatvorenim investicijskim fondovima. Međutim, s obzirom na njihovu pasivnu strukturu, troškovi ovog fonda su manji nego kod otvorenih ili zatvorenih investicijskih fondova.

Zatvorena investicijska društva su osnovana krajem 19. st. i početkom 20. st. u Velikoj Britaniji i SAD-u, dakle prije otvorenih investicijskih fondova. Ona mogu investirati po istim ciljevima, strategijom i portfolio strukturom kao i otvorena investicijska društva.

Neka investicijska društva često imaju i otvorene i zatvorene investicijske fondove, pa se logično postavlja pitanje, u čemu je razlika.

Razlikuju se u tome kako investitori ulažu i povlače svoj kapital iz njih. Zatvorena investicijska društva emitiraju fiksni broj akcija i nisu dužna svoje akcije otkupljivati od investitora. Akciju zatvorenog investicijskog fonda investitori mogu kupiti, odnosno uložiti u fond sredstva, ili na inicijalnoj javnoj emisiji akcija (*IPD – initial public offering*) kod investicijske banke (koja je underemiter) ili na burzi u izvanburzovnom prometu, kao i već emitirane akcije svakog drugog društva. Svoja sredstva investitori iz zatvorenog fonda mogu prodati samo izravnom prodajom drugom zainteresiranom investitoru preko burze ili u izvanburzovnom prometu.

Međutim, kad je riječ o inicijalnoj ponudi akcija, postoji izvjesna sličnost između otvorenih i zatvorenih investicijskih fondova, ali u vezi sa sekundarnim prometom, postoji izrazita razlika.

Prema tome, u sekundarnom prometu akcija zatvoreni investicijski fondovi nemaju nikakve garancije da će prodajna cijena odgovarati NAV-u. One se, kao i kod akcija drugih javnih kompanija, formiraju na temelju ponude i potražnje i ne postoji nikakvo pravilo da kupci za akciju moraju platiti NAV. Ako je cijena akcije fonda iznad NAV-a, tada se njihove akcije prodaju uz premiju, a ako se prodaju ispod NAV, onda je to prodaja uz diskont. Praksa je pokazala da je diskont veći kod fondova kod kojih menadžment posjeduje znatan paket akcija fonda.⁹

Neke analize tvrde da se kretanje cijena akcija malih društava na niže poklapa s rastom diskonta zatvorenih fondova a rast cijena akcija malih društava sa smanjenjem diskonta i da su obje pojave uvjetovane očekivanjima malih investitora (*small investor sentiment*) s obzirom da su oni glavni ulagači kako u „male“ akcije tako i u zatvorene fondove.¹⁰ No taj stav još uvijek nije prihvaćen.¹¹

Ovim kolerativnim vezama ponegdje dodaje se i veza diskonta s inicijalnim javnim ponudama akcija s obzirom da se smatra da i u njima sudjeluje ista populacija investitora.¹² Ovdje treba reći da se, za razliku od zatvorenih investicijskih fondova, akcije otvorenog investicijskog fonda nikada ne mogu kupiti po cijeni nižoj od NAV-a. Kod zatvorenih fondova NAV se, teorijski, može smatrati i likvidacijskom vrijednošću jedne akcije fonda. Akcijama kod zatvorenih investicijskih fondova u praksi se najčešće tr-

9) Barclay, u J. and C. G. Holdreness, *Negotiated Block Trades and Corporate Control*, The Journal of Finance, 1981., str. 46.

10) Charles, M. C., Schleifer, A., Thaler, R. *Investor Sentiment and closedend puzzle*, Journal of Finance 4, 1991., str. 75. - 109.

11) Chen, Nai-Fun., Kan, R., Stiller, M. H., 1993, „Art of the Discounts on Closed – End Funds a Sentiment index“, The Journal of Finance, 1993., str. 48.

12) Delong, B.J., and Scheifer, A., „Closed- end funds discounts“, The Journal of Portfolio Management, 1993., str. 18.

guje po vrijednosnim propisima uz diskont; tržišna vrijednost njihovim akcija je često ispod NAV-a.

S druge strane, odsutnost obveze otkupljivanja vlastitih akcija ovim fondovima otvara se široki investicijski fond manje likvidne aktive jer se ne sučeljavaju s likvidnim rizikom. Zatvorene investicijske kompanije su, dakle, identične nefinancijskim korporacijama uz izuzetak što prve investiraju u financijsku a druge u realnu aktivu.

Zatvorena investicijska društva emitiraju samo jednom svoje akcije (posredstvom investicijske banke) kao i druga poduzeća, ali za razliku od njih ne mogu ići u dokapitalizaciju tj. dodatno emitiranje akcija. Iz toga proizlazi da je broj njihovih akcija konstantan i da je veličina njihova portfolia ograničena. Zatvorena investicijska društva, u pravilu, se ne reklamiraju jer ne mogu uvećati svoj kapital daljnjom prodajom akcija. Oni mogu samo oglašavati svoje inicijalne javne ponude akcija (*intial public offerings*).

U zadnje vrijeme sve se više javljaju zatvoreni investicijski fondovi nekretnina REIT (*real estate investment trust*).¹³ Ovi fondovi su se masovno javili 60-tih i krajem 80-tih godina prošlog stoljeća, da bi danas bili u usponu i dalje vrlo popularni. Dio ovih zatvorenih kompanija koje ulažu u hipotekarne kredite posljednjih godina osobito dobiva na popularnosti jer se razvija kao dio globalne sekuritizacije, koja kroz veću likvidnost i mobilnost kapitala, afirmira investicije u vrijednosne papire. Danas se može reći da je odnos između otvorenih i zatvorenih investicijskih društava sve uži. Mnoga zatvorena investicijska društva imaju ugovorne mogućnosti da, ukoliko cijena njihovih akcija znatno padne ispod NAV-a, mogu pozajmiti sredstva i otkupiti dio svojih akcija kako bi poboljšali tražnju i njihovu cijenu približili NAV-u. Međutim, ako cijena njihovih dionica dugo traje ispod NAV-a, imaju mogućnost organizirati glasanje dioničara o pretvaranju u otvoreni investicijski fond. U praksi se pojavljuju tzv. Intervalni zatvoreni investicijski fondovi koji se u određenim intervalima (jednom mjesečno ili jednom kvartalno) ponašaju kao otvoreni investicijski fondovi tj. otkupljuju svoje akcije. Također se ukazuju mogućnosti da otvoreni investicijski fondovi ograniče svoje mogućnosti u otkupu akcija na vrijeme od 2 do 4 puta godišnje, oslobađajući tako dodatna sredstva za investicije u ne osobito likvidne ali neučinkovite plasmane.¹⁴ Slično tome, uvode se i tzv. otvoreni investicijski fondovi s duljim rokom naplate (*extended payment open-end fund*) koji nemaju obvezu trenutnog plaćanja, već to moraju učiniti u roku od narednih sedam radnih dana od trenutka ispostave takvog zahtjeva.

3. INVESTICIJSKA DRUŠTVA NA TRŽIŠTU NOVCA I KAPITALA

Na temelju ročnosti vrijednosnih papira i njihovog portfolia investicijska društva se dijele na investicijske fondove koji investiraju na tržištu novca (*money market funds*) i investicijske fondove koji investiraju pretežno na dugoročnom financijskom tržištu odnosno tržištu kapitala (*long-term funds*).

Na tržištu novca fondovi uglavnom investiraju u kratkoročne obveznice (*USA – Treasusti Bills*), ugovore o rekupovini sredstava (*Repurchase Agreement – REPO's*), ban-

13) Gyorko, J., Nelling, E., Systematic Risk and Diversification in the Equity REIT Market, Real Estate Economics, 1996., str. 493. - 515.

14) Security and Exchange Commission – Protecting Investors, A Half – Century of Investment Company, Regulation, Commerce Clearing House Inc., New York, 1992., str. 424.

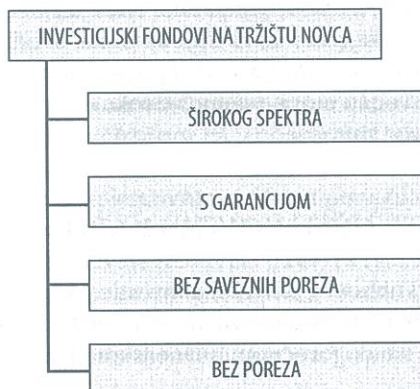
kovne, depozitne certifikate (*CD's - Bank's Acceptances*) i komercijalne papire (*commercial papers* ili *short term IOU's*).

Struktura ulaganja u investicijske fondove



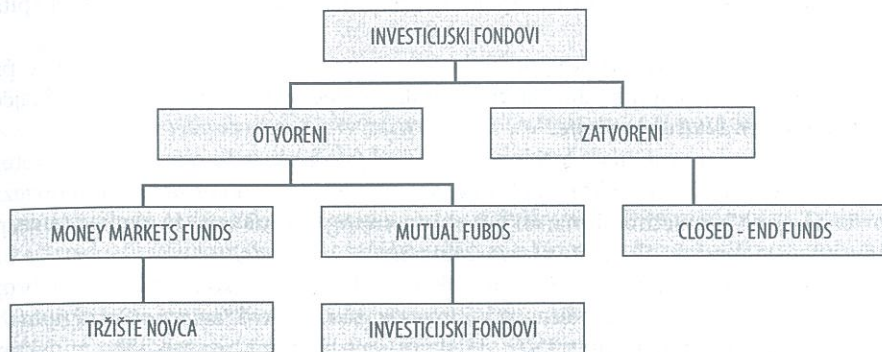
Investicijska društva na tržištu novca zovu se još likvidnim investicijskim fondovima. Oni su formalno otvoreni investicijski fondovi, ali im dividende više sliče na kamatu i veoma su slične bankovnim računima. Njihov cilj je da zarade relativno visoku stopu prinosa od investiranja u likvidne, visokorizične i kratkoročne financijske instrumente tržišta novca. Investicijski fondovi na tržištu novca su pravi tihi džinovi na financijskim tržištima. Većina ovih fondova daju mogućnost štedišama da posjeduju i čekove, ali je, u pravilu, njihovo ispisivanje dozvoljeno do određene iznose novca.¹⁵ Ovi investicijski fondovi trpe konkurenciju od sličnih fondova formiranih od strane banaka. Odlikuju se velikom sigurnošću i kamatnom stopom većom od štednih računa. Ovi fondovi mogu investirati u širokom spektru u sve kratkoročne vrijednosne papire, pretežno s garancijom od strane države. U tom smislu mogu biti mirna i sigurna luka na financijskom tržištu.

Struktura portofolia investicijskih fondova na tržištu novca (slika 2.)



15) Litter, L.S., Stiller, W.L., Principles of Money, Banking and Financial Markets, 1991., str. 93.

Vrste investicijskih fondova i njihova ulaganja (slika 3.)



Na tržištu kapitala fondovi pretežno investiraju u dugoročne države obveznice lokalnih i državnih organa, hipotekarne založnice, konvertibilne obveznice kao i u sve vrste akcija.

4. VRSTE INVESTICIJSKIH DRUŠTAVA PO INVESTICIJSKIM CILJEVIMA

Struktura vrijednosnih papira u portfoliju zavisi od investicijskih ciljeva investicijskih fondova. Po tom kriteriju oni se mogu podijeliti u veliki broj skupina:

(a) Generalni investicijski fondovi koji posluju na dugoročnom financijskom tržištu – mogu investirati pretežno u akcije – fondovi akcija (*equity funds*) ili pretežno u obveznice (*bond funds*).

Investicijski ciljevi svih investicijskih fondova obvezatno su naznačeni u njihovim prospektima. Zavisno od investicijskih ciljeva, fondovi koji pretežno investiraju u akcije mogu se podijeliti u više skupina. Neki investiraju u poduzeća koja donose stabilan prihod, drugi pak poglavito u poduzeća koja bilježe dinamičan rast tj. koja donose kapitalnu dobit. Neki se opredjeljuju za investicije u neke grane gospodarstva, pretežno tehnologiju ili neke zemlje odnosno regije.

Sukladno investicijskim ciljevima, investicijski fondovi mogu se podijeliti u nekoliko homogenih skupina. Investicijski fondovi agresivnog rasta (*agressive growth funds* ili *maximum growth funds*) čiji je cilj kapitalna aprecijacija tj. rast vrijednosti akcija iz njihova portfolia odnosno rast neto vrijednosti aktive (NAV). Da bi ovo ostvarili, spremni su podnositi veliki rizik. Određena istraživanja su pokazala da skupina ovih fondova, usprkos korekciji rizika, pokazuje dugoročne performanse.¹⁶

Investicijski fondovi malih društava (*small company funds*) su vrlo slični prethodnoj skupini fondova s razlikom da su ograničeni da ulažu u tzv. mala društva čija je kapitalizacija (ukupna vrijednost akcija) manja od 1 milijarde dolara.

16) Grinblat, M., Titman, S., Performance Measurement without Benchmarks, An Examination of Mutual Funds Returns, Journal of Business, 1993., str. 35.

Investicijski fondovi rasta prihoda (*growth and income funds*) polažu podjednako na kapitalnu aprecijaciju kao i na isplate (dividende, kamate i nerealizirane kapitalne dobitke).

Investicijski fondovi visokog prihoda (*high yield funds* ili *income funds*) daju prednost prihodima tj. isplatama, dok su im kapitalne aprecijacije u drugom planu. Najčešće investiraju u tzv. *blue chip* akcije.

Izbalansirani investicijski fondovi (*balanced funds*) su vrlo oprezni i uravnoteženi u svojim investicijskim odlukama. 65% svoje aktive ulažu u akcije, a ostalo u obveznice i novac. Gotovo istovjetno njima, ali bez spomenutog ograničenja za akcije i obveznice, su investicijski fondovi alokacije aktive (*asset allocation funds*).

Međutim, pored nabrojanih fondova kao i nekih drugih koji ovdje nisu nabrojani, značajnu ulogu imaju i tzv. međunarodni investicijski fondovi (*international funds*) koji investiraju i izvan financijskih tržišta. U okviru ove skupine ima nekoliko podskupina, kao što su svjetski investicijski fondovi (*world funds*) koji ulažu po svijetu i SAD-u, strani investicijski fondovi (*foreign non – USA funds*) koji investiraju samo izvan SAD-a, regionalni investicijski fondovi koji ulažu u pojedine regije kao što su pacifički bazen, Europa, Latinska Amerika i sl.

Međunarodni fondovi su dodatno izloženi valutnom tržištu tj. riziku promjene tečaja valute u kojoj je denominirana njihova aktiva u odnosu na valutu u kojoj je denominirana njihova pasiva (akcije investitora). Zbog toga međunarodni fondovi upražnjavaju, u pravilu, tehnike valutnih hedginga, koji se stalno inoviraju i za koje se pokazalo da su učinkovitiji ako je stupanj korelacije valutnog tečaja s kretanjima cijene inozemne aktive, viši.¹⁷

Specijalizirani investicijski fondovi (*speciality funds*) investiraju u pojedine gospodarske grane kao što je opskrbljivanje strujom, vodom, plinom i grane visoke tehnologije. To su fondovi manjeg obujma, viših stopa troškova, nižim koeficijentima s kraćim vijekom, rukovođenje istih portfolio menadžmenata.¹⁸

Osim ovih investicijskih fondova postoje razni investicijski fondovi, kao što su investicijski fondovi korporacija, međunarodni investicijski fondovi, investicijski fondovi državnih obveznica i investicijski fondovi konvertibilnih obveznica.

Elaboracija ovih fondova tražila bi više prostora u ovom radu; međutim, autor smatra da je dovoljno i ovo nekoliko informacija da se vidi kakvi su investicijski ciljevi ovih fondova.

U tom kontekstu može se zaključiti da je karakter pojedinih investicijskih ciljeva promjenjiv i odražava se sudjelovanjem fondova s određenim investicijskim ciljem u ukupnoj aktivnosti svih investicijskih fondova.

17) Baily, W., Lim, J., Evaluating the Diversification Benefits of the New Country Funds, The Journal of Portfolio Management, 1992., str. 75.

18) Khoran, A., Welling, E., The Performance, Risk and Diversification of the Sector Funds, Financial Analysts Journal, 1997., str. 62. - 74.

5. ORGANIZACIJA INVESTICIJSKIH DRUŠTAVA U BOSNI I HERCEGOVINI

U prethodnom poglavlju smo obradili poglavito organizaciju investicijskih društava u SAD-u, koja je vezana za razvoj finansijskih tržišta u kojima su investicijska društva kao sudionici našla vrlo širok prostor zahvaljujući instrumentima pomoći koji su ostvarile prepoznatljivu mobilizaciju slobodnih novčanih sredstava.

Organizacije investicijskih društava na finansijskom tržištu Bosne i Hercegovine je organizirana na dvije razine, na razini Federacije Bosne i Hercegovine i na razini Republike Srpske. Razvoj finansijskog tržišta u Bosni i Hercegovini u kojima se pojavljuju investicijska društva je dosta skroman s obzirom na nerazvijenost finansijskog tržišta u cjelini, a poglavito kad je riječ o finansijskim instrumentima, finansijskim institucijama, posrednicima pa i organizacije države kao cjeline. Međutim, ovdje treba istaći da investicijska društva sve više proširuju svoje sudjelovanje na finansijskom tržištu Federacije BiH i Republike Srpske. U ovom članku ćemo se kratko osvrnuti na organizaciju finansijskih društava i Federaciji BiH i Republici Srpskoj.

U Federaciji BiH investicijska društva posluju sukladno Zakonu o društvima za upravljanje fondovima i investicijskim fondovima.¹⁹ Ovim zakonom uređuju se uvjeti i način osnivanja i poslovanja društava za upravljanje fondovima tj. društvima i uzajamnim investicijskim fondovima i društva za upravljanje privatizacijskim investicijskim fondovima i fondovima koji se osnivaju i posluju kao posrednici i realiziraju potraživanja građana u postupku privatizacije.

U Zakonu je definirano što je to društvo, da je to poduzeće čija je isključiva djelatnost upravljanje fondovima. Društvo organizirano u obliku dioničkog društva osniva se ugovorom i uplatom svih dionica od strane osnivača. Dionice društva glase na ime i prenosive su.

Za upravljanje Fondom društva obvezno je pribaviti dozvolu od Komisije za vrijednosne papire. Članovi nadzornog odbora i uprave Društva i direktor Fonda kojima Društvo upravlja ne mogu biti, neposredno ili posredno, vlasnici dionica ili udjela.

Zakonom je predviđeno i osnivanje uzajamnih fondova koji su otvorenog tipa, bez svojstva pravne osobe. Ovi fondovi emitiraju investicijske kupone u obliku elektroničkog zapisa kod Registra vrijednosnih papira i kupnjom tog kupona fizička ili pravna osoba postaje vlasnikom razmjernog dijela uzajamnog fonda.

Društvo upravlja uzajamnim fondom, u svoje ime ali za račun vlasnika investicijskih kupona. Također, ovim zakonom se regulira i poslovanje Investicijskog fonda, da je to dioničko društvo čija je isključiva djelatnost prikupljanje finansijskih sredstava i investiranje u prenosive vrijednosne papire, kao i svako drugo investiranje u cilju ostvarivanja dobiti.

Investicijski fond se osniva upisom dionica na temelju javne ponude i dozvole za osnivanje Investicijskog fonda. Dionice Investicijskog fonda moraju biti u cijelosti uplaćene u novcu, prije upisa u registar kod Komisije za vrijednosne papire.

U ovom zakonu regulirano je poslovanje Privatizacijskog društva i privatizacijskih fondova. Privatizacijsko društvo je poduzeće za upravljanje privatizacijsko – investicijskim fondovima. Ovi fondovi su osnovani radi prikupljanja certifikata u postupku pri-

19) Zakon o Društvima za upravljanje fondovima i investicijskim fondovima, Službene novine Federacije, br. 41/98, 36/99, 36/00, 27/02, 44/02, 50/03, 70/04.

vatizacije i njihova investiranja u dionice i udjele poduzeća sukladno Zakonu o privatizaciji poduzeća. Ovaj fond djeluje kao zatvoreni.

Dionice privatizacijsko - investicijskog fonda prodaju se u postupku javne ponude dionica sukladno zakonu i propisima Komisije i moraju biti u cijelosti uplaćene u novcu i certifikatima sukladno zakonu. Ovi fondovi morali su se transformirati u investicijske fondove do 3. VI. 2005. godine uz prethodnu suglasnost Komisije.

Međutim, razvoj tržišta kapitala i institucija tržišta kapitala uvjetovan je razinom ukupnog ekonomskog razvoja, brzinom i kvalitetom provedbe ekonomskih reformi. Iz tih razloga ograničena je ponuda vrijednosnih papira na financijskom tržištu.

S obzirom da su investicijski fondovi jedan od sudionika na financijskom tržištu, onda nije se mogla ni očekivati njihova značajnija uloga. Danas, prema Izvještaju Komisije za vrijednosne papire Federacije BiH, posluju 11 društava za upravljanje fondovima.²⁰

Na temelju ovih pokazatelja može se zaključiti da društva koja upravljaju investicijskim fondovima nisu do kraja preuzela ulogu aktivnog portfelj menadžera. Zbog toga je pored i ostalih nedostataka Komisija uputila u proceduru novi Zakon o investicijskim fondovima, koji je transparentniji, po mišljenju autora, od prethodnog zakona koji regulira ova pitanja.

Na financijskom tržištu Republike Srpske poslovanje investicijskih fondova regulirano je Zakonom o privatizacijskim investicijskim fondovima i društvima za upravljanje privatizacijskim fondovima.²¹ Ovaj zakon se samo ograničava na privatizacijsko investicijske fondove s ciljem prikupljanja vaučera i njihovu zamjenu za akcije sukladno odredbama ovog zakona.

Međutim, nakon određenog iskustva i uočenih nedostataka trgovanjem vrijednosnim papirima privatizacijsko - investicijskih fondova, Komisija za vrijednosne papire je došla do zaključka da bi ovu materiju trebalo regulirati novim zakonom. U tom smislu donesen je Zakon o investicijskim fondovima Republike Srpske, kojim su regulirana pitanja osnivanja, emisije, otkupa udjela, promoviranja fondova, uloge trećih lica i nadzor. Ovaj zakon suštinom se ne razlikuje od zakona koji je predložila Komisija za vrijednosne papire Federacije BiH. Na temelju regulativa o investicijskim fondovima (u Federaciji BiH i Republici Srpskoj) uspostavljena je transparentnost na financijskom tržištu BiH.

6. ZAKLJUČAK

Investicijska društva predstavljaju financijsku instituciju koja povlači sredstva malih, individualnih investitora. Za učinkovito investiranje sredstava investicijska društva brine se profesionalni menadžer ili stručna ekipa ljudi koja predstavlja portfolio menadžment.

Investicijska društva se u načelu dijele na otvorena i zatvorena. Otvorena investicijska društva su uvijek spremna emitirati dodatne akcije zainteresiranim investitorima i od njih otkupljivati akcije na njihov zahtjev. Zatvorena investicijska društva posluju kao

20) Izvještaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije BiH za 2007. godinu

21) Zakon o privatizacijskim i investicijskim fondovima i društvima za upravljanje privatizacijskim fondovima, Sl. glasnik RS 24/98, 63/02 i 67/05.

i sva druga akcionarska društva, tj., u pravilu, emitiraju fiksni broj akcija i ne otkupljuju svoje akcije od investitora.

Termin koji se koristi kao sinonim za investicijsko društvo je investicijski fond i često je popularniji u svakodnevnoj komunikaciji. Ovdje se radi o upravljačkim ili menadžerskim društvima koja u svom sustavu mogu imati jedna ili više investicijskih fondova.

Danas su investicijski fondovi, bez sumnje, najbolji financijski „provodnici štednje“ ka investicijama u financijskim sustavima razvijenih zemalja.

Jedan od temeljnih parametara investicijskih fondova je neto vrijednost aktive po akciji fonda ili NAV.

U našem članku mi smo se kratko osvrnuli na legislativu osnivanja investicijskih društava u SAD-u. Na temelju te legislative može se vidjeti da ona mogu poslovati suglasno s većim brojem federalnih zakona u SAD-u. U zadnje vrijeme ovi zakoni odražavaju raspoloženje investicijske javnosti u pogledu kretanja cijena. Tu se misli da investicijski fondovi mogu pridonijeti stabilnosti financijskog tržišta.

Investicijski fondovi posluju na načelu određenih ciljeva. Nekima je cilj investirati u poduzeća, drugima u gospodarske grane, regije ili zemlje sukladno postojećim ciljevima koji se stalno mijenjaju. Investicijski fondovi se mogu podijeliti u nekoliko relativno stabilnih i homogenih skupina, o čemu je bilo riječi i u ovom članku.

Karakter pojedinih investicijskih ciljeva je promjenjiv i održava se sudjelovanjem fonda s određenim investicijskim ciljem u ukupnoj aktivnosti svih investicijskih fondova.

Organizacija investicijskih fondova na prostoru Bosne i Hercegovine se odvija na razini entiteta Federacije Bosne i Hercegovine i Republike Srpske. Razvoj investicijskih društava je tekao sukladno tranziciji našeg društva. U početku funkciju investicijskih društava su obavljali privatizacijski investicijski fondovi. Ovi fondovi su se osnivali radi prikupljanja certifikata u postupku privatizacije i njihova investiranja u dionice i udjele poduzeća sukladno Zakonu o privatizaciji poduzeća. Kada su ovi fondovi odigrali svoju ulogu u transformaciji društvenog sektora, oni su se transformirali u investicijske fondove.

Komisija za vrijednosne papire Federacije BiH je uputila u proceduru novi zakon o investicijskim fondovima, dok je Republika Srpska donijela taj zakon. Novi zakonodavni propisi pridonose razvoju financijskog tržišta u Bosni i Hercegovini kao cjelini, a također tu se pojavljuju novi pojmovi, kad je riječ o osnivanju i radu investicijskih fondova i društava za upravljanje, kao što su emisija i prodaja udjela i dionica, promocija fondova, nadzor nad radom fondova, banke depozitara i osoba koje obavljaju prodaju udjela i dionica.

Literatura

1. Anderson, S. C., BORNA, J. A., *Closed End Investment Companies: Issues and Answers*, Kluwer Academies Publishers, Boston, 1992.
2. Angel, J. J., *An Investors Guide to Placing Stock Orders*, AAI Journal, Asigoken, 19993.
3. Bailey W., LIM, J., *Evaluating the Diversification Benefits of the New Country Funds*, Th Journal of Portofolio Menagement, Spring, 1992.
4. Chen, Nai-FU, Kan, R., Miller, M. H., *Are the discounts on Closed – end Funds a Sentiment indeks*, The Journal of finance, 1993.
5. Delong, B. J., Schleifer, A., *Closed – end fund discounts*, The Journal of portofolio Menagement, Winter, 1992.
6. Erić, D., *Financijska tržišta i instrumenti*, Naučna knjiga, 1977.
7. Foley, B., *Tržište kapitala*, MATE, Zagreb, 1998.
8. Gyorko, J., Nelling, E., *Systematic Risk and Diversification in the Equity REIT Market*, Real Estates Economies 1996.
9. Khorana, A., Nelling, E., *The Performace Risk and Diversification of Sectors Funds*, Financial Analysts Journal, 1997.
10. Lee, C. M. C, Schleifer, A., Thaler, R. H., *Investor sentiment and closed-end fund puzzle*, 1991.
11. Ritter, L. S., Silbar, W. L., *Principles of Money Banking and Financial Markets*, Edition Basic Books, 1991.
12. *Security and Exchange Commission Protecting Investors, A half century of Investment Company Regulation*, Commerce Clearing House, New York, 1992.

MANAGING SECURITIES IN INVESTMENT ASSOCIATIONS

Summary

It's a known fact that today individual investors, financial institutions and holding companies are dealing with some kind of securities management investment. Some of them who are directly involved, based their investment decision on their own research, while others usually hire professionals for doing research for them.

For most of these institutions, portfolio management is subsidiary activity for making more money. These companies are usually investment advisory councils, investment management departments of big life insurance company, broker's and dealer's houses.

On the other hand – for investment companies, investment is only business. It can be said that the portfolio management is institutional business of investment companies.

Key words: investment companies, securities, portfolio management, funds management companies, net asset value, mutual funds, open – ends funds, closed-end funds, risk, Investment Funds Act of Federation of Bosnia and Herzegovina, Law on privatization investment funds and privatization companies in Republic Srpska.