

**UNIVERZITET CRNE GORE
EKONOMSKI FAKULTET U PODGORICI**

**MOGUĆNOST RAZVOJA
ZAJEDNIČKIH FONDOVA U NAŠIM
USLOVIMA**

- doktorska disertacija -

Mr Dragan Lajović

Podgorica, april 2001 godine

30. 2010 (10. 2)

Nu2 II 637

15394

Odbenue!

ABSTRAKT

Zajednički fondovi su korporacije ili fondovi čiji je jedini posao da investiraju novac svojih akcionara u akcije, obveznice ili neke druge hartije od vrijednosti tržišta kapitala ili nešto rjeđe tržišta novca. Oni ostvaruju svoje ciljeve bazirane na mogućnosti širenja sopstevnog ulaganja posredstvom raznovrsnih hartija od vrijednosti, minimizirajući rizik i obezbjeđujući kontinuiranu profesionalnu superviziju u selekciji i realizaciji svojih investicija. U suštini je zajednički fond jedan širok investicioni račun, svojina mnoštva individua čije hartije od vrijednosti sa prihodima i rashodima, profitima i gubicima odražavaju proporciju njihovih individualnih hartija na računu. Ove finansijske institucije svoje investicione ciljeve ostvaruju kroz: (1) Očuvanje (uvećanje) vrijednosti kapitala; (2) Diverzifikaciju portfolija i (3) Profesionalni menadžment. Kako se radi o ulaganjima na duži vremenski period pored značajnih poreskih benefita zajednički fondovi omogućava širok spektar usluga koje ih čine veoma atraktivnim za ulaganje poput: privilegije transfera, automatskog investiranja i reinvestiranja, privilegije pisanja čekova, izvršenja penzionog plana, sistematskog plana povlačenja, telegrafskog transfera, dobijanja informacija putem interneta i dr.

Zajedničke fondove je zavisno od kriterijuma i ciljeva moguće klasifikovati na različite načine. Njihova najznačajnija podjela na otvorene i zatvorene fondove proističe iz promptne mogućnosti promjene ročne strukture sredstava akcionara s jedne i broja akcija koji nude s druge strane. To su najvažniji demarkacioni atributi ali ne treba zanemariti ni : tehnologiju i mjesto trgovanja, neto vrijednost aktive, fenomen diskonta, brokersku proviziju i mogućnost korišćenja leveridža.

Prilikom analize fenomena zajedničkih fondova treba imati u vidu dugu tradiciju koju ove finansijske institucije imaju u razvijenim tržišnim ekonomijama. Finansijski autoriteti ovih zemalja se uvijek sa dozom opreza odnose prema ovoj oblasti što učesnike na tržištu tjera na korektno poslovno ponašanje. Uvažavajući porast broja zajedničkih fondova, obima transakcija, stepena njihovog učešća na finansijskim tržištima ove institucije poprimaju karakter industrije kako se u poslednje vrijeme i uobičava govoriti o njima.

U zemljama u tranziciji se procesom transfera državne (društvene) u privatnu svojinu primjenom jednog od modela (vaučerska privatizacija) javljaju intermedijarne institucije oličene u privatizacionim fondovima. Njihova načela poslovanja, organizacija, princip funkcionisanja i transformacija su različito definisani u različitim zemljama. Njihova misija koncentracije vlasništva i efikasnijeg korporativnog upravljanja pokazuje sve svoje mane i vrline na primjerima ekonomija koje su date kao studije slučaja u radu.

Za očekivati je da i u Crnoj Gori ove finansijske institucije imaju misiju koji su imale u procesu privatizacije u ostalim zemljama u tranziciji. Pored privatizacionih fondova svoje mjesto i ulogu na finansijskom tržištu treba pod određenim pretpostavkama da nađu: zatvoreni fondovi, fondovi za podršku malom i srednjem biznisu, fondovi tržišta novca, otvoreni fondovi. Obzirom na iskustva sa "piramidalnim šemama" i transakcije "vrućim novcem" veoma je poželjno da razvoj industrije zajedničkih fondova u našim uslovima otpočne zatvorenim fondovima i da bude kontrolisan od strane Komisije za hartije od vrijednosti.

Ključne riječi: Investicione kompanije, Portfolio, Alokacija aktive, Zajednički fondovi, Zatvoreni fondovi, Privatizacioni fondovi, Fondovi tržišta novca.

ABSTRACT

Mutual funds are corporations or funds, whose only business is to invest the money of their shareholders in shares, bonds, or some other securities on the capital market, or in some cases on money market. These funds reach their goals, based on the possibility of expansion of their own investments, through variety of securities, minimizing the risk and providing continuous professional supervision in selection and realization of their investments. Basically, mutual fund is a wide investment account, property of myriad of individuals, whose securities along with their incomes and costs as well as profits and losses portray proportion of their separate securities on the account. These financial institutions reach their investment goals through the following: (1) Preservation (enlargement) of the capital value; (2) Diversification of portfolio; (3) Professional management. Since it is a long-term investment, besides the significant taxation benefits, mutual funds provide variety of services, which make them very attractive for investments such as: transfer privilege, automatic investment and reinvestment, privilege of writing checks, realization of pension plan, systematic plan of withdrawal, telegraph transfer, getting information via internet, etc.

Depending on criteria and goals, it is possible to classify mutual funds on different ways. Their most important classification on opened and closed funds results from the prompt possibility of change of time structure of shareholders' capital, on one side, and the number of offered shares, on the other side. These are the most important demarcation attributes, but also the following issues should not be neglected: technology and the place of trade, net-value of assets, phenomenon of discount, broker provision and the possibility of leverage.

Analyzing the phenomenon of mutual funds, it is necessary to have in mind long tradition, which these institutions have in developed market economies. Financial authorities of these countries always regard to this area with a certain degree of caution, which makes market participants act correctly. Respecting the increasing number of mutual funds, volume of transactions as well as their degree of participation on financial markets, these institutions are starting to gain the character of an industry, which is the term most commonly used recently when speaking of them.

In transitional economies, through the process of transfer of state property into private property, applying one of the models (vaucher privatization), intermediate institutions reflected in privatization funds are starting to appear. Their principles of conducting business, organization, functioning and transformation are defined differently in different countries. Their mission of concentration of ownership and more effective corporate management shows all of its advantages and disadvantages on the examples of economies given as case studies.

It is to expect that in Montenegro these financial institutions have the same mission they had in privatization process in other transitional economies. Besides privatization funds, the following institutions should find, under certain presumptions, their place and role on financial market: closed funds, funds for the support of small and medium enterprises, money market funds, opened funds. Regarding the experiences with "pyramid schemes" and "hot money" transactions, it is desirable that development of mutual funds industry in our conditions starts with closed funds and that it should be controlled by Commission for Securities.

Key words: Investment companies, Portfolio, Allocation of assets, Mutual funds, Closed funds, Privatization funds, Money market funds.

I	Finansijska tržišta	
1.	Finansijska tržišta - pojam i karakteristike	9
1.1	Vrste finansijskih tržišta	11
1.2	Tržišta hartija od vrijednosti	14
1.3	Instrumenti finansijskih tržišta	16
1.4	Regulacija finansijskih tržišta	21
1.5	Institucije na finansijskom tržištu	22
1.6	Uloga organizovanog i šalterskog OTC tržišta	26
1.7	Odgovornost finansijskih institucija	27
1.8	Finansijske inovacije i njihova kategorizacija	29
II	Investicione kompanije	
2.	Investicione kompanije	31
2.1	Zajednički fondovi - pojmovno određenje	32
2.2	Background industrije zajedničkih fondova	34
2.2.1	Profesionalni menadžment	37
2.2.2	Diverzifikacija	38
2.3	Pravna regulativa zajedničkih fondova u SAD	39
2.4	Organizacija zajedničkog fonda	46
2.4.1	Direktor /upravljači	47
2.4.2	Akcionari	47
2.4.3	Menadžment kompanija (investicioni savjetnik)	48
2.4.4	Glavni distributer (underwriter)	49
2.4.5	Staratelj nad hartijama fonda (custodian)	50
2.5	Distribucija zajedničkog fonda	50
2.6	Oporezivanje zajedničkog fonda	52
2.7	Vrijednost zajedničkog fonda	55
2.8	Troškovi i usluge fonda	57
2.9	Čitanje iskaza zajedničkog fonda	61
III	Zajednički fondovi	
3.1	Klasifikacija zajedničkih fondova	63
3.2	Vrste otvorenih fondova i njihove hartije od vrijednosti	64
3.3	Fondovi tržišta novca	74
3.4	Specijalni fondovi	78
3.5	Zatvoreni fondovi - karakteristike i vrste	81
3.6	Fenomen diskonta kod zatvorenih fondova	83
3.7	Izvori informacija o fondu	85
3.7.1	Prospekt elementi i značaj	85
3.7.2	Profil prospekta	91
3.7.3	Dodatne informacije i periodični izvještaji	92
IV	Ostale investicione institucije	
4.	Unit investment trusts - karakteristike i vrste	95
4.1	Tipovi Unit investment trustova	98
4.2	Varijabilni prilivi (anuiteti) - pojam	100
4.3	Vrste anuiteta	101
4.4	Karakteristike varijabilnih anuiteta	102

4.5	Troškovi varijabilnih anuiteta	105
4.6	Opcije isplate	107
4.7	Oporezivanje - prednost varijabilnih anuiteta	108
4.8	Program zajedničkih fondova za pokriće naknada	110
4.9	Fondovi fondova	112
4.10	Off shore fondovi	115
V	Rizik i strategije upravljanja rizikom	
5.1.	Rizik i dobitak – interakcijski odnos	118
5.2.	Rizik - pojmovno određenje	118
5.3.	Tipovi (vrste) rizika	119
5.3.1.	Sistemske (nediverzifikovani) rizik	119
5.3.2.	Nesistemske (diverzifikovani) rizik	121
5.4.	Statistička mjera rizika	123
5.4.1.	Rang	123
5.4.2.	Aritmetička sredina	123
5.4.3.	Standardna devijacija	124
5.5.	Rizik i povraćaj za različite vrste aktive	127
5.5.1.	Koeficijent varijacije	129
5.5.2.	Rizik investicije sa fiksnim prinosom	129
5.5.3.	Praktični izvori trajanja i ostale mjere investicionog rizika zajedničkih fondova	132
5.6.	Smanjenje rizika kroz diverzifikaciju	132
5.6.1.	Važnost korelacije	133
5.6.2.	Koeficijent korelacije	133
5.6.3.	Diverzifikacija smanjuje nesistemske rizike	137
5.6.4.	Koeficijent determinacije	138
5.7.	Beta i portfolio beta	138
5.8.	Strategije za upravljanje rizikom	140
5.8.1.	Zajednički fondovi i dolarsko-troškovno uprosječavanje	141
5.8.2.	Vrijednosno uprosječavanje	141
5.8.3.	Rizik i vremenski horizont	142
5.9.	Povraćaj-pojam, vrste i atributi	143
5.9.1.	Tipovi povraćaja	143
5.9.2.	Vremenski proračun povraćaja	143
5.9.3.	Djelovanje poreza na povraćaj	144
5.9.3.1	Činjenice o porezima bitne za zajedničke fondove	144
5.9.4.	Atributi povraćaja	145
5.9.5.	Prethodni i očekivani povraćaj	146
5.9.6.	Izračunavanje stope povraćaja	150
5.9.6.1	Jednoperiodična stopa povraćaja	151
5.9.6.2	Vremenski ponderisana stopa povraćaja	152
5.9.6.3	Dolarski ponderisana stopa povraćaja	152
5.9.6.4	Ostali tipovi stopa povraćaja	153
5.9.7	Prilagođena stopa povraćaja	154
5.9.8	Poresko-prilagodljivi povraćaji	155
5.9.9	Linija tržišta kapitala za zajedničke fondove	156
VI	Portfolio alokacija	
6.1	Alokacija aktive – definisanje portfolija	157

6.1.1	Identifikovanje potreba klijenta	159
6.1.2	Faktor vrijeme	159
6.1.3	Uloga investicione politike	160
6.2	Implementacija imovinske alokacije	161
6.3	Optimizacija portfolija	166
6.4	Realokacija i rebalansiranje portfolia	172
6.5	Portfolio analiza rizika	175
6.6	Portfolio menadžeri i menadžeri zajedničkih fondova	176
VII	Kako uskladiti želje i potrebe klijenta i performanse zajedničkog fonda	
7.1	Pozicija klijenta	182
7.2	Analiza finansijske situacije	190
7.3	Finansijski ciljevi	196
7.4	Selekcija zajedničkog fonda i investicioni ciljevi	201
7.5	Investicione politike i rizici	202
7.6	Performanse zajedničkog fonda	205
7.7	Spoljni izvori informacija	209
7.8	Servisi zajedničkih fondova	212
VIII	Osnovna pravila investiranja u industriju hartija od vrijednosti	
8.1	Etičko ponašanje i moderna industrija hartija	214
8.2	Postojeća regulativa i etički principi	215
8.3	Obaveze prema klijentu	217
8.4	Formalno etički kodeks i investicioni profesionalizam	221
8.5	Etičko ponašanje i proces upravljanja aktivom	223
8.6	Komunikacija sa klijentom i propaganda	224
8.7	Prodaja i poslovna praksa	226
8.8	Dvanaest mudrih savjeta i još po nešto...	229
IX	Investicione kompanije u ostalim zemljama	
9	Fondovi u tržišnim ekonomijama	234
9.1	Fondovi u Velikoj Britaniji (investment trusts i unit trusts)	234
9.1.1.	Investicioni trustovi	236
9.1.2.	Unit trustovi	241
9.1.3.	Unit trustovi i investment trustovi-uporedna analiza	242
9.1.4.	Personalni plan ulaganja hartija od vrijednosti	243
9.1.5.	Otvorene investicione kompanije	248
9.3	Uporedna analiza fondova u SAD i Velikoj Britaniji	251
9.4	Fondovi u ostalim zemljama sa razvijenom industrijom fondova	253
9.4.1.	Fondovi u Francuskoj-globalni pristup	253
9.4.2.	Investicioni fondovi u Njemačkoj	258
9.4.3.	Investicioni fondovi u Italiji	262
9.5	Fondovi tržišta novca u efikasnim ekonomijama	267
9.5	Fondovi u tranzitornim ekonomijama – uporedna analiza	270
X	Mogućnosti za razvoj industrije zajedničkih fondova u našim uslovima	
10.	Finansijska tržišta u Crnoj Gori	288
10.1.	Finansijska tržišta kroz prizmu brojki	289
10.1.1	Novčano tržište	291

10.1.2	Tržište kapitala	293
10.1.3	Učestvovanje brokerskih kuća	293
10.3	Financijske institucije-učesnici na finansijskom tržištu	294
10.4	Postojeći fondovi - produkt procesa privatizacije	299
10.5	Modeli privatizacije u Crnoj Gori	303
10.5.1	Masovna vaučerska privatizacija	303
10.5.2	Tenderska privatizacija	304
10.5.3	Ostali modeli privatizacije	304
10.5.4	Privatizacija primjenom "batch sale" modela	304
10.5.5	Aukcija kao model prodaje akcija	305
10.6	Pretpostavke za uspostavljanje zajedničkih fondova u Crnoj Gori	306
10.7	Pravna regulativa relevantna za funkcionisanje zajedničkih fondova	309
10.8	Privatizacioni fondovi – mogućnost implementacije	311
10.9	Mogućnosti razvoja fondova tržišta novca	315
10.10	Kako uspostaviti zajedničke fondove u Crnoj Gori	316
10.11	Zatvoreni vs. otvoreni zajednički fondovi-dileme redosljeda	320
10.12	Javnost, Komisija za hartije, nevladine organizacije, zajednički fondovi interakcijska veza	323
10.13	Zaključak	326
	Literatura	332

UVOD

Financijska tržišta, zbog pozicije na integralnom tržištu, postaju protokom vremena predmet posebne pažnje naučne i šire javnosti. Da bi ona efikasno funkcionisala potrebno je da postoje kvalitetni instrumenti, efikasni subjekti – učesnici i povoljan ambijent. Ukoliko samo jedan od ova tri elementa nedostaje misija finansijskog tržišta će biti ozbiljno dovedena u pitanje. Posebno mjesto i ulogu na finansijskim tržištima zauzimaju investicione kompanije. Razvijeni dio svijeta koristi benefite ulaganja u ove institucije više od pet decenija dok su zemlje u tranziciji spoznale njihovu modifikovanu formu u poslednjoj deceniji. Investiranje u hartije od vrijednosti postaje opsesija u empirijskom i teorijskom smislu. S toga su zajednički fondovi kroz pružanje mogućnosti za upravljanje portfolijom, uz disperziju rizika, veoma atraktivan finansijski proizvod. Njihov kvalitet se ogleda i u poreskim benefitima, mogućnosti malih ulaganja, servisima koje fond pruža i očuvanju glavnice na dugi rok.

U tranzitornim ekonomijama oni se u modifikovanoj formi javljaju kao produkt procesa masovne privatizacije. Transfer državne / društvene svojine oličene u privatizacionim pravima (vaučerima) na privatizacione fondove doprinosi uspostavljanju ovih institucija. Bolje reći, vlasnici vaučera »kupuju« specijalizovana znanja i vještine portfolio menadžera. Konsolidacijom portfolija kompanije privatizacioni fondovi postaju ekonomski aktivni vlasnici što je i cilj procesa. S druge strane od njih se očekuje transformacija u investicione kompanije kako ne bi postali objektivna kočnica procesu privatizacije. Pored ovih privatizacionih institucija u tranzitornim ekonomijama postoje zajednički fondovi koji su pravljani po uzoru na kompanije iz razvijenog dijela svijeta. Uvažavajući naše specifičnosti istraživanje je provedeno sa ciljem uspostavljanja pretpostavki i sagledavanja mogućnosti implementacije zajedničkih fondova u različitim formama i oblicima kao učesnika na finansijskim tržištima.

Rad se sastoji iz deset djelova koji sublimirani u cjelinu sa ciljem da sa više aspekata tretira ulaganje u zajedničke fondove. Prvi dio je uvodnog karaktera u daje globalni prikaz finansijskih tržišta sa njihovim karakteristikama i segmentima. Posebno su tretirane finansijske institucije i upravljanje njima sa aspekta njihove uloge na finansijskim tržištima. U drugom dijelu su analitički prikazane investicione kompanije u SAD. Pored prikaza vremenske dimenzije u analizi je data i anatomija ovih finansijskih institucija. Na kraju poglavlja predstavljeni su troškovi, distribucija i poreske obaveze zajedničkog fonda.

Naredni dio se odnosi na klasifikaciju zajedničkih fondova sa različitih aspekata. (fondovi tržišta novca, specijalni i zatvoreni fondovi) Naročito je osvijetljen prospekt fonda kao integralni izvor informacija o fondu.

U četvrtom dijelu su svoje mjesto i ulogu našle ostale finansijske institucije. Finansijski fenomen varijabilnih priliva dat je kao ekonomska suprotnost zajedničkim fondovima a potom su obrađene neke specifične vrste fondova.

Rizik kao ekonomska kategorija dobija svoje mjesto u narednom dijelu. On je tretiran sa više aspekata čime analiza dobija na aktuelnosti, obzirom da je u periodu koji je za nama, rizik bio neopravdano zapostavljen. Od pojmovnog određenja, preko vrsta i statističkih mjerila do strategije upravljanja rizikom u ovom poglavlju je napravljen dobar uvod za opservacije koje slijede.

U šestom poglavlju je prikazana portfolio alokacija kao jedan od najznačajnijih segmenata teorije hartija od vrijednosti. Sa empirijskog stanovišta je fokusirana realokacija i rebalansiranje portfolia, kao i uloga portfolio menadžera i menadžera zajedničkih fondova.

U sledeća dva dijela predstavljena je interakcijska veza između zajedničkog fonda i klijenta. U biti ovog dijela je pitanje svih pitanja u poslovanju na tržišnim principima:"

Kako uskladiti želje i potrebe klijenta i performanse zajedničkog fonda a da pri tom budu poštovana osnovna pravila investiranja u industriju hartija od vrijednosti?" Odgovor na ovo pitanje je u hipotezi koja se pokušava dokazati radom da se uspostavljanjem kvalitetne industrije zajedničkih fondova i odgovarajućeg portfolia, bilo to u tržišnim ili u tranzitornim ekonomijama, može ostvariti satisfakcija klijenata.

Naredno poglavlje, u prvom svom dijelu, tretira zajedničke fondove u razvijenim tržišnim ekonomijama na bazi međunarodne studije analize. Posebno su analizirani fondovi i menadžerske kompanije u Velikoj Britaniji i napravljena je uporedna analiza britanskog i američkog modela funkcionisanja zajedničkih fondova. Pored toga osvijetljeni su zajednički fondovi u Francuskoj, Njemačkoj i Italiji...

Menadžerske kompanije i zajednički fondovi imaju posebno mjesto i ulogu u zemljama u tranziciji. Ona se ogleda u ostvarenju idealnog dijela vlasništva nad imovinom koja je predmet privatizacije. U završnom dijelu poglavlja analizirana je tehnologija funkcionisanja fondova u efikasnim tranzicionim ekonomijama. (Poljska, Češka ,Slovenija)

U posljednjem poglavlju, koje je istovremeno i ključni dio rada, integralno se tretira mogućnost razvoja zajedničkih fondova u našim uslovima. Posebno se analizira funkcionisanje finansijskih tržišta sa različitih aspekata. Dok tržište novca funkcionise sa svim svojim imperfektnostima, tržište kapitala i pored značajnog vremena proteklog od otpočinjanja procesa privatizacije, nije poprimilo, gotovo ni jednu funkciju koja mu, po prirodi stvari, pripada. S tim u vezi i većinski vlasnici (Fond za razvoj, Fond PIO i Zavod za zapošljavanje) neopravdano dugo zadržavaju u svom portfelju kontrolne pakete akcija najvećeg broja preduzeća, što značajno usporava proces privatizacije u privredi Crne Gore. U cilju intenziviranja procesa privatizacije, koji je poprimio kritičnu fazu, potrebno je uspostaviti ambijentalne uslove za rad menadžerskih kompanija i zajedničkih fondova. Pored toga posebno je tretirana redosljed uspostavljanja intermedijarnih institucija oličen u : privatizacionim fondovima, zajedničkim fondovima tržišta novca, zatvorenim i otvorenim fondovima. Posebno je naglašen značaj, mjesto i uloga zatvorenih fondova u svijetlu sadašnjeg stepena razvoja finansijskih tržišta. Na završnim stranicama rada je prikazan sinergetski efekat na makro nivou, nastao implementacijom zajedničkih fondova kao finansijskih institucija koje ubrzavaju proces privatizacije i istovremeno vraćaju povjerenje u finansijske institucije.

I Finansijska tržišta

1. Finansijska tržišta - pojam i karakteristike

Finansijsko tržište predstavlja sastavni dio finansijskog sistema jedne ekonomije. S toga, finansijski sistem treba tretirati kao dio političkog i privrednog sistema. U tom smislu on dijeli osnovne karakteristike privredno-političkog ambijenta u kome se provodi. Na finansijski sistem utiče čitav spektar faktora čiji kvalitet i karakter ga opredjeljuju. Finansijski sistem se sastoji od: (1) Finansijskih tržišta; (2) Finansijskih učesnika i posrednika i (3) Finansijskih instrumenata. Efikasan finansijski sistem treba da omogući kvalitetno funkcionisanje privrednog sistema, rast i razvoj nacionalne ekonomije i cjelokupni društveni prosperitet.

Finansijsko tržište je osnovni segment finansijskog sistema i ono omogućava povezivanje dvije osnovne grupe ekonomskih subjekata:

1. Ekonomskih subjekata sa viškom finansijskih sredstava u određenom vremenskom intervalu;
2. Ekonomskih subjekata kojima nedostaju finansijska sredstva u istom vremenskom periodu;

Podjela je veoma uslovna jer je izuzetno teško i komplikovano povući jasnu demarkacionu liniju između ove dvije vrste ekonomskih subjekata. Zbog toga ekonomske subjekte sa viškom finansijskih sredstava treba shvatiti kao subjekte koji imaju odloženu potrošnju. Ovdje je moguće svrstati: (1) Privredne subjekte u najširem smislu (preduzeća, banke...); (2) Stanovništvo; (3) Državni sektor i (4) Doznake iz inostranstva; S druge strane se nalaze iste kategorije ekonomskih subjekata koje potražuju sredstva u određenom vremenskom intervalu iz različitih razloga: (1) Preduzeća - u cilju investiranja u rast i razvoj; (2) Stanovništvo - radi investiranja u nekretnine i različita potrošna dobra; (3) Državni sektor - zbog pokrića budžetskog deficita nastalog usled nesklada između prihodne i rashodne strane budžeta i (4) Investicije - usmjerene prema inostranstvu.

Ako se analizira kompleksnost finansijskih tržišta i njegove karakteristike onda treba sagledati funkcije koje ono vrši. Kompleksnost finansijskog tržišta potiče iz: (1) Značajnog broja segmenata finansijskog tržišta; (2) Uključenosti velikog broja subjekata na samom tržištu; (3) Uključivanja nacionalne ekonomije u svjetske tokove; (4) Permanentne inovativnosti i dr.

Funkcije koje posebno zaokupljaju pažnju kako sa teorijskog tako i sa empirijskog aspekta su:

- **Funkcija povezivanja** - koja se ogleda u organizovanom povezivanju kupaca i prodavaca različitih finansijskih instrumenata. Ona se manifestuje u ponudi i tražnji različite finansijske aktive i bržem obavljanju finansijskih transakcija.
- **Smanjanje transakcionih troškova** - predstavlja funkciju finansijskog tržišta koja omogućava jednostavno i brzo pronalaženje i povezivanje ekonomskih subjekata. Isti oblik finansijske aktive je predmet pažnje spajanja različitih subjekata i upravo je za njih značajan obim troškova. S druge strane, posredstvom finansijskog tržišta smanjuju se informacioni troškovi koji su izraz cijene relevantnih informacija. Efikasnost finansijskog tržišta i smanjenje transakcionih troškova ogleda se u brzom i pravovremenom obezbjeđenju relevantnih informacija kao i povećanju obima transakcija.
- **Alokativna funkcija** - posredstvom koje se vrši alokacija finansijskih sredstava tj. transfer od onih koji u određenom vremenskom intervalu raspolažu viškovima sredstava prema onima subjektima koji su u tražnji. Na taj način dolazi do svojevrsnih transfera,

- **Funkcija efikasnosti i razvojna funkcija** - omogućavaju optimalno i efikasno korišćenje nacionalnog kapitala i adekvatan privredni razvoj. Pored toga ove funkcije otvaraju mogućnost ocjene efikasnosti privrednih subjekata i povećanje mobilnosti kapitala između grana (sektora) u zavisnosti od stope prinosa.

- **Funkcija utvrđivanja cijene** - proizilazi iz samog karaktera finansijskog potraživanja. Obzirom da hartija od vrijednosti označava pravo na budući prinos, vrijednost finansijskog instrumenta zavisi od očekivanog prinosa i procjene rizika koji prati taj prinos. Na taj način se formira cijena korišćenja finansijskih sredstava.

- **Mobilizaciona i funkcija likvidnosti** - su specifične funkcije finansijskih tržišta. Mobilizaciona funkcija se ogleda u efikasnoj upotrebi finansijske štednje u uslovima postojanja realnih kamatnih stopa. To se dešava kada je kamatna stopa veća od stope inflacije odnosno realna kamatna stopa je jednaka razlici između nominalne kamate i stope rasta cijena. Realno pozitivna kamatna stopa stvara stimulativan ambijent za štednju. Funkcija likvidnosti omogućava kreiranje finansijskih instrumenata sa visokim stepenom transferibilnosti iz jednog oblika sredstava u drugi. Dakle, finansijsko tržište pruža mogućnost povjeriocima da pretvore finansijske instrumente kojima raspolažu u gotov novac.

Prilikom definisanja jedne ovako kompleksne ekonomske kategorije treba poći od pojmovnog određenja tržišta u najširem smislu te riječi. To u stvari znači da tržište predstavlja oblik razmjene proizvoda i usluga odnosno ponude i tražnje odgovarajuće robe, na određenom mjestu i u određeno vrijeme. Pri tome mora postojati veći broj kupaca i prodavaca i njihovim sučeljavanjem se formira cijena. Obzirom da je finansijsko tržište izuzetno specifično to ga razni ekonomski teoretičari različito definišu. Po širim shvatanjima, finansijsko tržište treba poimati kao bilo koje mjesto na kome se susrijeću ponuda i tražnja za raznovrsnim finansijskim sredstvima. Na drugoj strani su uža shvatanja finansijskih tržišta koja se vezuju za tačno određeno vrijeme i prostor pri čemu su jasno definisana pravila po kojima se vrši sučeljavanje ponude i tražnje.

Ovom prilikom ćemo iznijeti nekoliko karakterističnih definicija poznatih teoretičara:

- "Finansijsko tržište je mjesto gdje se vrši promjena finansijske aktive. (trgovina njenim različitim oblicima)"¹

- "Ovo tržište predstavlja mehanizam preko koga se finansijska aktiva kupuje, prodaje i njome se trguje"²

- "Finansijska tržišta su visoko konkurentna tržišta finansijskih instrumenata"³

- "Organizovano mjesto i prostor na kome postoje ponuda i tražnja za sredstvima, i gdje se zavisno od ponude i tražnje formira cijena"⁴

Ako pažljivije analiziramo definicije finansijskog tržišta dolazimo do zaključka se nerijetko srijeće finansijska aktiva kao relevantan pojam. Treba razlikovati finansijsku aktivu u ovom smislu od računovodstvenog određenja aktive u smislu "određenog segmenta bilansa stanja". Aktivu u ovom slučaju treba doživljavati kao imovinski oblik odgovarajuće vrijednosti koji može biti predmet razmjene. U tom smislu je moguće aktivu podijeliti na :

- Likvidnu (dodirljivu) aktivu - koja predstavlja fizičku imovinu (zemlja, građevinski objekti, oprema ...)

¹ F.J. Fabozzi; F. Modigliani and M.G.Ferri: "Foundations of Financial Markets and Institutions", pg. 3

² C. Moyer, J. R. McGuigan and W.J. Kretlow: "Contemporary Financial Management", pg. 34

³ H.S. Houthakker and P.J. Williamson: "The Economics of Financial Markets", pg. 7

- Finansijsku aktivu - koja direktno ne zavisi od vrijednosti dobara već je funkcionalno zavisna od budućih prinosa.

Finansijska aktiva je relevantan pojam za ovaj vid analize i ona se susrijeće pod različitim nazivima poput: finansijskih instrumenata, tržišnog materijala, efekata, berzanske robe i sl. U tom smislu je u finansijsku aktivu moguće uključiti različite vrste finansijskih instrumenata: žiralni novac, valute, hartije od vrijednosti, plemenite metale i dr. Dakle, finansijska aktiva je povezana sa rizicima koji proizilaze iz poslovanja i očekivanih prinosa. To znači da je realna imovina generisana cash flow-om finansijske aktive.

1.1. Vrste finansijskih tržišta

Finansijska tržišta mogu biti kategorisana prema različitim kriterijumima i finansijskim zahtjevima. Međutim, kada je u pitanju emisija hartija od vrijednosti moguće je tretirati:

- **Primarna tržišta** - na kojima se vrši prvobitna emisija hartija od vrijednosti;
- **Sekundarna tržišta** - koja omogućavaju prometanje već emitovanih hartija od vrijednosti. Ova tržišta se nerijetko nazivaju tržišta za promjenljive hartije od vrijednosti u integralnom smislu tog pojma. (promjena vlasnika, cijene, trgovačkog volumena ...);
Primarna tržišta involviraju distribuciju novoemitovanih hartija od vrijednosti investitorima od strane centralnih vlada, njihovih agencija, lokalnih vlada i korporacija. Investicioni bankari su učesnici na tržištu koji omogućavaju distribuciju nove emisije hartija od vrijednosti. Ova aktivnost investicionih banaka je preduzeta sa dva tipa firmi: kuće za hartije od vrijednosti i komercijalne banke. U ovom dijelu ćemo izložiti različite puteve investicionih bankarskih firmi koji uključuju izdavanje novih hartija, regulaciju primarnog tržišta i privatno tržište plasmana. Tradicionalni proces emisije novih hartija uključuje jednu ili više od sledeće tri funkcije: (1) Savjetovanje emitenta o terminu i dinamici emisije; (2) Kupovinu hartija od vrijednosti od emitenta i (3) Distribuciju emisije prema javnosti. Investicione banke dizajniraju strukturu hartija od vrijednosti želeći je učiniti atraktivnom za investitora ali da pri tom to ne bude opterećenje za emitenta. Prilikom prodaje novih hartija od vrijednosti investicione banke ne moraju preuzeti funkciju kupovine hartija od vrijednosti od emitenta. Investicioni bankari se mogu pojaviti samo kao savjetnici i / ili distributeri novih hartija od vrijednosti. Funkcija kupovine hartija od vrijednosti od emitenta naziva se preuzimanje (*underwriting*). Kada investiciono-bankarska kompanija kupuje hartije od emitenta i prihvata rizik prodaje hartija investitorima po nižoj cijeni, onda ona to čini kao *preuzimalac* i / ili *garant uspjehnosti emisije* (*underwriter*). Ako investiciono-bankarska kompanija prihvati kupovinu hartija od od vrijednosti od emitenta po određenoj cijeni, onda se preuzimanje definiše kao predaja firmi. U suprotnom, investiciono bankarska kompanija pristaje samo na sopstvenu ekspertizu hartija od vrijednosti i ne kupuje hartije od emitenta. Naknada za preuzimanje je razlika između cijene plaćene emitentu i cijene hartije po kojoj investiciona banka nudi javnosti. Ova razlika se naziva ukupni raspon ili diskont preuzimaoca. Njena veličina je različita i zavisi od rizika, obima emisije i njene vrste i kreće se od 0,7% za ponudu sa fiksnim prihodom i veličinom od 200 miliona dolara do 10% za početnu javnu ponudu i veličinu emisije od 5 miliona dolara.⁵ Naknada se obično ostvaruje uz odgovarajuće marketing napore. Investicione bankarske firme imaju bazu klijenata koji su pojedinačnog i institucionalnog karaktera i izražavaju spremnost da kupe hartije od vrijednosti. Potencijalna investiciona baza zajedno sa preuzimaocem čini *prodajnu grupu*. Ovu grupu

⁵ F.J. Fabozzi; F. Modigliani and M.G.Ferri: " Foundations of Financial Markets and Institutions", pg. 273

čine sindikat banaka koji sa izdavaocem hartije sklapa poseban ugovor kojim se regulišu međusobna prava i obaveze. Banka koja upravlja poslovima sindikata naziva se vodeći menadžer i po tom osnovu ostvaruje odgovarajuću proviziju. Ona, takode, zadržava pravo na dio emisije radi neposredne prodaje komitentima. Članovi prodajne grupe prodaju hartije od vrijednosti po *koncesionoj cijeni* koja je niža od ponudene. Na kraju stabilizacionog perioda saldiraju se obaveze iz ugovora pri čemu izdavalac predaje vodećem menadžeru potvrde o vlasništvu koje se distribuiraju članovima prodajne grupe dok vodeći menadžer prenosi na račun izdavaoca iznos utvrđen ugovorom.

Da bi proces emisije bio transparentan neophodno je da izdavalac objavi prospekt emisije. Prije objavljivanja prospekta neophodno je obezbijediti saglasnost nadležne institucije o emisiji i emitentu. Prospekt omogućava zaštitu investitora od zloupotreba emitenta, tim prije što prospekt ima propisanu formu i sadržaj koji garantuju pouzdanost podataka. Sadržaj prospekta se razlikuje od zemlje do zemlje, međutim on najčešće sadrži sledeće podatke: (1) Obim emisije; (2) Svrhu emisije; (3) Poslovanje emitenta sa finansijskim izvještajima; (4) Djelatnost emitenta; (5) Dividendnu politiku; (6) Akcionare; (7) Garanta emisije; (8) Pravna pitanja emisije i dr. Javni poziv je najčešće praćen odgovarajućim obavještenjem u finansijskoj štampi i ima karakter ponude.

Prva emisija akcija mora biti veoma brižljivo pripremana sa svih aspekata jer ne postoje validni parametri koji bi mogli poslužiti kao reperi. Postoji nekoliko vrsta plasmana kada je primarno tržište u pitanju:

- **Plasman putem otkupa** - koji se odvija način što banka otkupi dio ili cijelu emisiju a moguće je da vrši prodaju emisije u pretplati. Time se dobija na efikasnosti prodaje emisije jer se izbjegava formiranje sindikata banaka i grupe za prodaju. Ova tehnologija omogućava operativnost emisije ali se ostvaruje manji diskont i rizici su za banku veći.

- **Privatni plasman** - predstavlja prodaju emisije ograničenom krugu investitora. Interes banke za ovaj posao ogleda se u proviziji koja je ugovorenog karaktera. Informacije o emisiji investitori dobijaju iz memoranduma koji ne podliježe odobrenju nadležnih institucija. Pretpostavka je da investitori raspolažu informacijama o riziku plasmana i da ne namjeravaju prodavati kupljene hartije od vrijednosti u bliskoj budućnosti o čemu prilažu pismeni dokaz.

- **Privilegovani plasman** - je namijenjen postojećim akcionarima, prilikom nove emisije akcija, u cilju zadržavanja postojeće strukture kapitala. Ovo pravo je ugrađeno u osnovna akta preduzeća i namijenjeno je sprečavanju upravljačke strukture da izvrši smanjenje vlasničkih udjela postojećih akcionara. Obično se otkup vrši uz garancije banke koja će za slučaj da postojeći akcionari ne izvrše kupovinu akcija to učiniti uz odgovarajuću naknadu. Postojeći akcionari imaju mogućnost kupovine akcija po nižim cijenama pa je ovaj vid transfera privilegovan. Prilikom privilegovanih plasmana određivanje cijene i visine diskonta su izuzetno bitni za njegov uspjeh. Pronalaženje optimalnog odnosa između cijene i diskonta sprečava da ovo pravo ostane nerealizovano odnosno da se otvori mogućnost neregularnog razvodnjavanja kapitala.

- **Plasman aukcijom** - je metoda po kojoj emitenti ometaju termine emisije i u odgovarajućem dijelu podnose ponudu za čitavu emisiju. Ova emisija se otkupljuje na način što se organizaju sindikat banaka koji je motivisan nižim troškovima. Forma aukcije zavisi od hartija koje regulišu javne potrebe i obaveze lokalnog karaktera. Aukcije mogu biti različite ali se najčešće koriste jednocjenovna aukcija (Dutch auction) i višecjenovna aukcija koje su karakteristične za budžetske hartije od vrijednosti.

Sekundarno tržište je ambijent na kome se izražava ponuda i tražnja za finansijskim instrumentima i utvrđuje njihova cijena. Na sekundarnom tržištu dolazi kako do investiranja tako i do preraspodjele od suficitarnih ka deficitarnim sektorima. Između sekundarnog i primarnog tržišta postoji interakcijska veza. Ukoliko ne postoji primarno

tržište ne može postojati sekundarno tržište. S druge strane, ukoliko je kupac na primarnom tržištu u saznanju da u svakom trenutku može posredstvom sekundarnog tržišta izvršiti transfer ročnosti sopstvenih sredstava to će se on lakše odlučiti na kupovinu nekog finansijskog instrumenta. Ova sprega se još odslikava posredstvom cijene instrumenta na sekundarnom tržištu koje utiče na vrijednost ostvarivu na primarnom tržištu kako kroz potencijalni prinos tako i kroz buduće pribavljanje dodatnog kapitala. Formiranje cijene se javlja kao proizvod sučeljavanja ponude i tražnje. U uslovima razvijenog tržišta kapitala cijena se približava pojmu perfektne cijene. Razvoj sekundarnog tržišta dovodi do povećanja sigurnosti trgovine (strogo propisana pravila, nadzor nad učesnicima i transakcijama, standardizacija ...). Smanjenje transakcionih troškova omogućeno je time što svi učesnici na tržištu posjeduju adekvatne informacije o finansijskim instrumentima. (transparentnost tržišta) Tržišna cijena ili kurs finansijskog instrumenta na sekundarnom tržištu istovremeno opredjeljuju prinos tog instrumenta. Investitor drži u svom portfelju hartiju od vrijednosti samo dok se ona nalazi u zoni prihvatljivog rizika. Nakon toga, finansijsko tržište doprinosi egzistenciji finansijskog instrumenta kao dijela aktive koji omogućava pravo na budući prinos. Obezbjedenje likvidnosti sekundarno tržište vrši na način što je svaki instrument moguće pretvoriti u gotov novac po jednostavnoj tehnologiji. Pri tome su transakcioni troškovi minimalni uz uslov organizovanog tržišta i normalne trgovine. Na ovako organizovanom tržištu oscilacije cijena su na nivou minimalnih dnevnih fluktuacija. Transfer vlasništva nad kompanijama se odvija na sekundarnom tržištu kapitala. Vlasništvo se transferiše nezavisno od obima proizvodnje. Sekundarno tržište ovom funkcijom omogućava posebne berzanske operacije poput javne ponude za otkup akcija ili restrukturiranja preduzeća. To ima za posledicu uspostavljanje odgovarajućeg modela korporativnog upravljanja i korporativne kontrole.

Prethodni opis se odnosio na perfektno sekundarno tržište koje se razlikuje od realnog tržišta kapitala. Generalno, perfektno tržište je rezultat dovoljnog broja kupaca i prodavaca, kao i svih učesnika koji su relativno dovoljno mali da realno tržište identifikuje odgovarajuću cijenu. Konsekventno, svi kupci i prodavci su učesnici u definisanju cijene i tržišna cijena je determinisana ekvivalentnošću ponude i tražnje. Ovaj uslov podsjeća na tržište homogenih roba. (npr. žito ili pšenica) Ali perfektno tržište nije oslobođeno transakcionih troškova i smetnji u interakciji ponude i tražnje. Ekonomisti definišu različite troškove i smetnje kao *frikcije ili tržišne imperfektnosti*. Troškovi koji asociraju na frikciju su rezultat većeg plaćanja kupaca u odnosu na odsustvo frikcije kada su primanja prodavaca manja. U slučaju finansijskih tržišta frikcije bi uključivale: (1) Komisione obaveze brokera; (2) Dilerske razlike u ponudi; (3) Redosled postupaka i odobravanje obaveza; (4) Poreze na značajan kapitalni dobitak i od vlade nametnute transferne provizije; (5) Troškove sticanja informacija o finansijskoj imovini; (6) Trgovačke restrikcije koje su rezultat promjene veličine i strukture imovine; (7) Obustava trgovine koja nastaje kao rezultat uvažavanja pravila predmeta trgovanja.

Postoje investitori koji svoja očekivanja baziraju na promjeni cijene hartija od vrijednosti i ostvarivanja profita po tom osnovu. Kao što je poznato, postoje različiti institucionalni aranžmani koji omogućavaju ostvarivanje satisfakcije prilikom prodaje. Ovakav slučaj prodaje akcija koje nijesu u svojinu, u vrijeme prodaje, predstavlja *kratkoročnu prodaju*. Akcije su kupovane od investitora i vraćene djelimično kao pozajmljene. U ovom slučaju investitor gradi kratkoročnu poziciju. Profit će biti realizovan po kupovnoj cijeni koja je manja od cijene kojom emitent prodaje kratkoročnu hartiju. Vještina investitora da kratkoročno realizuje hartiju je važan mehanizam finansijskog tržišta. U odsustvu efektivnih kratkoročno-prodajnih mehanizama, cijene hartija će naginjati pristrasnom pogledu optimističkih investitora, zavisnih od tržišnih standarda u idealnoj cjenovnoj situaciji. Faktički, mnoga široka i razvijena tržišta hartija dozvoljavaju

kratkoročnu prodaju, osim regulatornih tijela koja teže više zatvorenom od ostalih oblika tržišta. Preovlađuje kratkoročna prodaja kao korisno upotrebljiva cjenovna funkcija tržišta hartija. Perfektna tržišta moraju, svakako, dozvoliti kratkoročnu prodaju, koja je u stvari prodaja pozajmljenih hartija od vrijednosti.

1.2. Tržišta hartija od vrijednosti

Tržište novca predstavlja jedan od najznačajnijih segmenata finansijskog tržišta. Različiti pristupi su razlog različitog definisanja ovog ekonomskog fenomena. Tržište novca podrazumijeva definisan prostor, odgovarajuće vrijeme i propisana pravila pod kojima dolazi do organizovanog sučeljavanja ponude i tražnje kratkoročnih finansijskih instrumenata. Pod tim instrumentima se podrazumijevaju kratkoročne hartije od vrijednosti i žiralni novac. Protokom vremena mijenjale su se definicije tržišta novca. One polaze od vezivanja za promet kratkoročnim novčanim potraživanjima koji se najčešće odvijaju na relaciji poslovne banke međusobno i centralna banka s druge strane, do definicija koje tretiraju tržište novca kao tržište instrumenata duga. Tržište novca je visoko segmentirano tržište. Bolje rečeno, ono je skup tržišta kako na internacionalnom tako i na nacionalnom nivou. Instrumenti tržišta novca imaju svoju tehnologiju emisije (primarno tržište) i tehnologiju trgovine (sekundarno tržište). Cijena svakog od instrumenata tržišta novca zavisi od čitavog spektra faktora i svaki instrumenat iskazuje specifičnu stopu prinosa. Jedinstvenost tržišta novca manifestuje se u *hijerarhijskom karakteru kamatnih stopa* koje su determinisane rizikom ulaganja i dejstvom ponude i tražnje.

Tržište novca ostvaruje sledeće funkcije: (1) Mobilizaciju i alokaciju kratkoročnih finansijskih sredstava - umjesto neposredne aktivnosti banaka i drugih finansijskih posrednika na prikupljanju depozita i odobravanju kredita dolazi do neposrednog odnosa kreditora i korisnika sredstava; (2) Obezbjedenje likvidnosti ekonomskih subjekata - se ostvaruje promjenom ročne strukture sredstava uz minimalne transakcione troškove; (3) Transmisija monetarne politike - se vrši posredstvom operacija centralne banke na otvorenom tržištu, kao i kroz uticaje ovih mehanizama na cijenu kratkoročnih instrumenata tržišta novca; (4) Formiranje cijena kratkoročnih finansijskih instrumenata - predstavlja rezultat ponude i tražnje ekonomskih subjekata za kratkoročnim instrumentima. Cijena kratkoročnih instrumenata zavisi od: operacija centralne banke, distribucije informacija na centralnom tržištu i organizacione strukture tržišta. » U takvoj situaciji tržište novca, kao institucija, ima posredničku i »katalizatorsku« ulogu u sferi funkcije novca kao prometnog i platežnog sredstva»⁶

Interakcijska veza između institucija i njihova struktura određuju karakter i strukturu tržišta novca. Organizacija tržišta novca prepoznaje dva modela njegovog funkcionisanja:

1. **Centralizovano tržište novca** - predstavlja koncentraciju ponude i tražnje kratkoročnih instrumenata pri čemu dolazi do obrazovanja jedinstvene cijene na odgovarajućem prostoru. Ovaj oblik tržišta novca karakterističan je za nerazvijene finansijske sisteme koji se odlikuju malim brojem transakcija.

2. **Decentralizovano tržište novca** - je nastalo povećanjem obima trgovine i razvojem komunikacionih tehnologija, pri čemu dolazi do disperzije učesnika i transakcija vezanih za kratkoročne finansijske instrumente. Cijena transakcije se utvrđuje arbitražom odnosno kretanjem ponude i tražnje na različitim segmentima tržišta novca. Od savršenosti komunikacione infrastrukture zavisi efikasnost tržišta i mogućnost stvaranja ekstraprofitā po tom osnovu.

⁶ Kozmova S., Žitnjak L., Babić Ž.: "Doprinos politika banaka" str. 287

Tržište novca je institucionalizirano svojim karakterom. S toga je na njemu neznatna uloga pojedinaca već se uočava dominacija finansijskih institucija. Njihov ekskluzivitet na ovom tržištu je rezultat činjenice da se one javljaju u svojstvu emitenata i kupaca/prodavaca. Učesnici na tržištu novca su: (1) *Centralna banka* - koja se pojavljuje u svojstvu osnivača, kontrolora i regulatora poslovnih odnosa na tržištu novca; (2) *Banke i druge depozitne institucije* - koje moraju da ispunjavaju odgovarajuće uslove da bi obavljale poslove na tržištu novca (status pravnog lica, registrovanu službu ili sektor za ove poslove, položen depozit, razvijeni poslovi sa centralnom bankom i sl.); (3) *Posredničke i druge finansijske institucije* - čija se uloga ogleda u obavljanju transakcija za sebe, za neke depozitne institucije ili za druge institucije koje nemaju mogućnost direktnog participiranja na tržištu. Učešće ovih institucija na tržištu novca limitirano je saglasnošću centralne banke ili institucije koja je od nje ovlašćena, prilikom njihovog osnivanja. Na vodećim tržištima novca sve značajniju ulogu u poslednje vrijeme preuzimaju pored dilerskih i brokerskih kuća i investicioni fondovi tržišta novca.

Transfer vlasništva između kupaca i prodavaca hartija od vrijednosti podrazumijeva odgovarajuće transakcione troškove. Kako bi ovi troškovi bili svedeni na najmanju moguću mjeru i pojednostavljenja tehnologija trgovanja potrebno je:

1. Postojanje depoa kratkoročnih finansijskih instrumenata - što podrazumijeva fizičku koncentraciju finansijskih instrumenata u banci ili specijalizovanoj instituciji tako da se transfer instrumenata pretvara u knjigovodstveno - tehničku operaciju zavisno od toga da li se računi transaktora nalaze kod iste ili kod dvije različite depo institucije;
2. Dematerijalizacija - koja predstavlja emisiju koja nije praćena štampanjem već informatičkim registrovanjem vlasništva u knjigama emitenta odnosno finansijske institucije kod koje kupac ima račun hartija od vrijednosti. Paralelizam knjiženja odvija na promjenama žiro i depo računu komitenta od strane banke koja za kupca vrši promet finansijskih instrumenata.

Međunarodna trgovina i djelatnost multinacionalnih kompanija kao i proces deregulacije monetarnih sistema dovele su do formiranja posebnog tržišta koje ima međunarodni karakter. Ono je poznato pod nazivom evro dolarsko tržište i po svom obimu promjena je jedno od najvećih kratkoročnih tržišta. Razvojem eurodolarskog tržišta širi se njegov uticaj na nacionalna tržišta novca. Osnov tog uticaja ogleda se u kamatnim stopama koje sa eurodolarskog tržišta postaju referentnim za nacionalna tržišta novca. Eurodolarsko tržište, predstavlja oblik internacionalizacije finansijskog, a time i novčanog tržišta na kome se granice nacionalne ekonomije prevazilaze i mobilizacija kapitala ima za svoju osnovu svjetsko tržište.

Tržište kapitala je dio finansijskog tržišta koji omogućava ekonomskim subjektima proces investiranja. Osim toga tržište kapitala svojim postojanjem stvara pretpostavke i za dezinvestiranje kao ekonomsku aktivnost koja ne donosi očekivani prinos. Integralni rizik koji prati realizaciju svake investicione odluke može dovesti do problema likvidnosti ekonomskog subjekta. U tom slučaju on može, uz odgovarajuće transakcione troškove, izvršiti promjenu ročne strukture svojih sredstava. Dakle, investitor vrši alternativno ulaganje svoje dugoročne aktive u gotovinu. Proces investiranja i dezinvestiranja daju osnovu za podjelu tržišta kapitala na: primarno i sekundarno tržište. Na primarnom tržištu kapitala, ekonomski subjekti mobilizuju kapital emisijom dugoročnih finansijskih instrumenata. Sekundarno tržište omogućava promet dugoročnih instrumenata (hartija od vrijednosti). Prema tome, na tržištu kapitala se kreiraju i razmjenjuju dugoročni finansijski instrumenti. Primarno i sekundarno tržište kapitala su segmenti finansijskog tržišta koji su u interakcijskoj vezi i međusobno su uslovljeni. Dakle, sekundarno tržište ne može postojati bez primarnog. S toga će se investitor lakše odlučiti na kupovinu nekog finansijskog instrumenta ako može da lako izvrši njegovu konverziju posredstvom

sekundarnog tržišta. Njihova međusobna uslovljenost se ogleda u tome što cijena koja se formira na sekundarnom tržištu utiče i na njegovu emisiju cijenu na primarnom tržištu s jedne, kao i kapitalizacija preduzeća na sekundarnom tržištu usloviće njegovu poziciju na primarnom tržištu s druge strane.

Tržište kapitala ima sledeće funkcije: (1) Transfer kapitala od ekonomskih subjekata koji imaju viškove ka subjektima koji iskazuju tražnju za kapitalom; (2) Prikupljanje sredstava za krupne investicione projekte koje ne može da obezbijedi pojedinačni ekonomski subjekt čemu doprinosi razvijeno tržište sa velikim brojem raznovrsnih instrumenata; (3) Funkcija selekcije investicionih projekata omogućava ekonomski racionalan izbor u nacionalnoj ekonomiji koja raspolaže ograničenom količinom kapitala. Očekivana stopa prinosa i cijena korišćenja kapitala su parametri koji opredeljuju ovu funkciju tržišta kapitala; (4) Kontrola namjenskog trošenja sredstava koja se najracionalnije vrši posredstvom tržišta kapitala kroz korporativno upravljanje; (5) Poštovanje ugovorenih obaveza je naredna funkcija koja je veoma efikasna naročito kod hipotekarnog i kreditnog tržišta; (6) Transfer, diverzifikacija i udruživanje rizika čini stvaranje poslovne klime koja doprinosi zaštiti interesa vlasnika.

Atributi i funkcije koje su imanentne primarnom i sekundarnom tržištu kao segmentima finansijskog tržišta su u direktnoj korelaciji sa stepenom razvijenosti jedne ekonomije. Dakle, što je stepen efikasnosti jedne ekonomije veći to je pokazatelj da je finansijsko tržište razvijenije.

1.3. Instrumenti finansijskih tržišta

Hartije od vrijednosti predstavljaju predmet prometa na finansijskom tržištu. Stepenu savršenosti ovih finansijskih instrumenata u direktnoj je korelaciji sa efikasnošću finansijskog tržišta i finansijskog sistema jedne ekonomije. Iako datiraju još od srednjeg vijeka u poslednje nekoliko decenija hartije od vrijednosti doživljavaju svoju punu misiju među finansijskim inovacijama. Različiti autori različito definišu hartije od vrijednosti ali ćemo ovom prilikom navesti sledeću definiciju: "Hartije od vrijednosti su pisani dokumenti ili isprave koje svom držaocu (imaocu) daju određena imovinska prava koja može iskoristiti samo pod uslovima zakonitog vlasništva nad tom hartijom od vrijednosti." ⁷ Iz definicije treba akcentirati da je riječ o strogo formalnim hartijama od vrijednosti, koje sadrže određena imovinska ili lična prava i ostvarivanje tih prava je povjereno njihovim vlasnicima. Dakle, radi se o hartijama koje predstavljaju veoma specifičnu finansijsku aktivu kod kojih fizički hartija ima veoma malu ili gotovu neznatnu vrijednost. Postoji izuzetno veliki broj kriterijuma na osnovu kojih je moguće izvršiti podjelu hartija od vrijednosti. Sa aspekta teme ovog rada navešćemo samo neke od njih.

Tako hartije od vrijednosti mogu biti prema: (1) Ročnosti (kratkoročne, srednjoročne i dugoročne); (2) Vrsti emitenta (država, lokalna uprava, kompanije ...); (3) Mjestu emisije (domaće i ino hartije); (4) Načinu određivanja povjerioca (hartije na ime, hartije na donosioca i hartije po naredbi). Ipak treba imati u vidu podjelu hartija od vrijednosti prema prirodi odnosa koje hartije odražavaju između investitora i emitenta: (1) *Osnovne hartije* - koje odražavaju osnovne odnose između emitenta i investitora u koje spadaju dužničko-povjerilačke hartije od vrijednosti i vlasničke hartije od vrijednosti; (2) *Izvedene hartije od vrijednosti* - čija vrijednost zavisi od vrijednosti osnovne aktive na koju su kreirane i koje predstavljaju finansijske inovacije karakteristične za poslednjih dvadesetak godina.

⁷ Pitić G. Petković G. Erić D. Šoškić D i Štimac M : " Berzanski noimovnik". str. 81.

Obzirom da se tržište novca segmentira na pojedine finansijske instrumente to je analitički prikaz kratkoročnih hartija od vrijednosti u kontekstu njihovih osnovnih obječja opravdan i cjelishodan:

- **Kratkoročne državne obveznice** - predstavljaju hartije od vrijednosti čijim emitovanjem budžet premošćava neravnotežu u prilivu i odlivu sredstava uslovljenu neravnomjernim prikupljenjem poreza. Izdaju se sa rokom dospjeća od 1,3,6 mjeseci do jedne godine i imaju karakter diskontovanih kratkoročnih finansijskih instrumenata. Pored pokrivanja deficita budžeta ove hartije se mogu emitovati sa određenim ciljevima državnog ili lokalnog nivoa poput namjenskih ulaganja u prethodno definisane projekte. Kratkoročne državne obveznice karakteriše nizak rizik i relativno stabilan prinos. Ove hartije od vrijednosti mogu biti osigurane i neosigurane sa aspekta obezbjeđenja izvršenja obaveze, kao i inostrane i domaće obveznice sa aspekta lokaliteta na kome emitent obavlja svoju djelatnost.

- **Komercijalni zapisi** - su kratkoročne hartije od vrijednosti koje emituju kompanije u cilju prikupljanja sredstava za finansiranje svojih poslovnih poduhvata. To su instrumenti duga koji se prodaju uz diskont. Spadaju u hartije od vrijednosti koje nijesu garantovane ili osigurane. Komercijalni zapisi spadaju u hartije od vrijednosti čija je sigurnost naplate bazirana na visokom bonitetu emitenta koji je obično profitabilna, poznata i priznata kompanija. Emisija komercijalnih zapisa supstituiše kratkoročne bankarske kredite. Na taj način emitent dolazi do jeftinijih sredstava jer su kamatne stope na kratkoročne kredite banaka više od kamatnih stopa na komercijalne zapise za iznos troškova finansijskog posredovanja odnosno troškova asimetričnih informacija. Usled pomenutih karakteristika najčešće im se daje najviši rang.

- **Blagajnički zapis** - je kratkoročna hartija od vrijednosti - instrument duga koja se emituje u cilju prikupljanja slobodnih novčanih sredstava. Emitent blagajničkog zapisa se obavezuje da će imaoću ove hartije od vrijednosti isplatiti iznos nominalne vrijednosti označen na njemu. Po svojim karakteristikama postoji visok stepen kompatibilnosti između komercijalnog i blagajničkog zapisa. Ova hartija od vrijednosti se prodaje uz diskont i tako da podsjeća na kratkoročnu obveznicu bez kupona. U tržišnim ekonomijama se ne pravi razlika između komercijalnog i blagajničkog zapisa. U našim uslovima blagajničke zapise mogu emitovati isključivo poslovne banke i druge finansijske institucije.

- **Certifikat o depozitu** - je potvrda o oročenom depozitu kod banke na kojoj je naznačen iznos, period ulaganja i kamatna stopa po kojoj se ulaganje vrši. Dospijeće sertifikata o depozitu varira od 7 dana do 1 godine a minimalna denominacija na razvijenom finansijskom tržištu iznosi 1 milion dolara. Radi se o hartiji od vrijednosti kamatnog karaktera sa fiksnom i varijabilnom kamatnom. Kod sertifikata o depozitu sa varijabilnom kamatnom stopom mijenja se kamatna stopa u periodu od 30-60 dana u cilju zaštite glavnice pri čemu se u periodima rastuće inflacije vrši indeksiranje prihoda po osnovu ovog finansijskog instrumenta. Obzirom da se radi o nešto rizičnijim hartijama od vrijednosti kamatna stopa je neznatno veća u odnosu na državne obveznice. Kamatne stope različitih izdavaoca, posebno onih sa varijabilnim kamatnim stopama sadrže premiju koja se odnosi na specifični rizik izdavaoca, za čije mjerenje su zadužene rejting asocijacije.

- **Bankarski akcept** - predstavlja mjenicu plativu u određenom roku, koju izvoznik vuče na uvoznika radi obezbjeđenja plaćanja, a banka je prihvata kao svoju obavezu. Njegov najčešći rok dospjeća je 90 dana ali se može koristiti u roku od 30 do 270 dana. Period dospjeća izražava prosječno vrijeme realizacije spolnotrgovinske transakcije tako da valjanost akcepta prestaje likvidiranjem obaveze koja je osnov emisije. Ovo je diskontna hartija od vrijednosti. Prinos na bankarski akcept je viši od prinosa na kratkoročne državne obveznice zbog većeg stepena rizika, ali je premija znatno viša, jer su banke koje kreiraju akcept prvoklasne inostrane banke, što smanjuje kreditni rizik investitora.

- **Državni zapis** - je po našem zakonodavstvu, kratkoročna hartija od vrijednosti koju mogu emitovati država u cilju prevazilaženja vremenske neusklađenosti između prihoda i rashoda u svojim budžetima. U S.A.D. ove hartije predstavljaju vrlo popularnu hartiju od vrijednosti koja se emituje na rok od 13, 26 ili 52 nedjelje. Riječ je o instrumentu Federalnih rezervi, pomoću koga se regulišu novčani tokovi operacijama na otvorenom tržištu. Ova hartija se prodaje uz diskont a spada u red vrlo likvidnih i sigurnih hartija od vrijednosti koje su do te mjere sigurne da se često kaže da predstavljaju hartije od vrijednosti bez rizika.

Tržište kapitala predstavlja dugoročnu finansijsku aktivu. Ako se analizira tržište kapitala kao tržište finansijskih instrumenata onda je sa aspekta ovog rada cjelishodna podjela hartija od vrijednosti na:

- **Obveznice** - su finansijski instrumenti kojim se njeni izdavaoci obavezuju da će u roku dospjeća isplatiti investitoru pored glavnice i ugovorenu kamatu. Da bi hartija od vrijednosti imala karakter obveznice potrebno je da sadrži najmanje dva elementa: (1) Rok dospjeća (fiksni datum kada se pozajmljena sredstva moraju vratiti) i (2) Ugovoreni iznos kamate. Rok dospjeća obično označava broj godišnjih perioda na kraju kojih dužnik treba da izvrši isplatu glavnice i kamate. Riječ je o kamatonosnim hartijama od vrijednosti. Pored njih postoje i diskontne obveznice i obveznice sa nulnim kuponom kod kojih se isplata kamata po obveznici vrši po cijeni manjoj od nominalne, a investitoru se u roku dospjeća isplaćuje iznos nominalne cijene. Obveznice sa promjenljivom kamatnom stopom su hartije od vrijednosti koje karakteriše promjena nominalne kamatne stope zavisno od utvrđenog finansijskog indeksa. Poseban oblik obveznica predstavljaju obveznice sa odloženim plaćanjem kamate kada se kamata plaća ili drugim obveznicama ili u neodređenom roku koji je u funkcionalnoj vezi sa poslovanjem preduzeća. Obveznica može biti konvertibilna što podrazumijeva mogućnost njene konverzije za odgovarajući broj akcija emitenta. Treba praviti razliku između konvertibilne i razmjernjive obveznice koju karakteriše mogućnost promjene za akciju bilo koje kompanije.

Podjelu dugoročnih obveznica je moguće vršiti sa različitih aspekata ali ćemo ovom prilikom predstaviti podjelu na osnovu tipa emitenta: (1) *Državne obveznice* - koje emituje država u cilju refinansiranja deficita budžeta odnosno terminske neusklađenosti budžetskih prihoda i rashoda. Na taj način se obezbjeđuju sredstva za neinflatorno finansiranje dugoročnih izdataka namijenjenih realizaciji državnih funkcija odnosno infrastrukturnih projekata. Emisije državnih obveznica su svedene na aukcioni tip prodaje, koji se u američkoj praksi najčešće vrši kvartalno; (2) *Obveznice lokalnih organa* - emituju lokalni organi uprave prevazilazeći budžetski deficit ili najmjeravajući da finansiraju kapitalne projekte. Prinos na ove hartije od vrijednosti je obično oslobođen poreza i one imaju široki krug investitora. Međutim, ovaj atribut uslovljava da stopa prinosa bude niža od stope prinosa na državne dugoročne obveznice; (3) *Korporativne obveznice* - su dugoročne obveznice čiji su emitenti korporacije u cilju prikupljanja sredstava za kapitalna ulaganja. Visina kamatne stope i ročna struktura sredstava na ove obveznice zavisi od ekonomske snage kompanije, uspješnosti u realizaciji prethodnih emisija i položaja na tržištu kapitala.

Obzirom na postojanje rizika investicije u obveznice pojavila se potreba kreiranja određenog standarda za mjerenje njihovog kvaliteta. Na taj način se pojavila tehnologija po kojoj su kreirani kriterijumi za rangiranje obveznica. Misija ovog postupka ogleda se u činjenici da on postaje efikasno sredstvo za određivanje rizika i neizvjesnosti investiranja u obveznice. I pored toga što ne postoje decidno propisana pravila za rangiranje obveznica ono zavisi od nekoliko sledećih faktora: stepena zaduženosti kompanije odnosno proporcije duga i akcionarskog kapitala firme, varijabiliteta u kretanju prihoda emitenta, veličine hartija od vrijednosti instrumenta duga, zaštite u slučaju neizvršenja obaveza

kompanije, vjerovatnoće izvršenja obaveza emitenta u projektovanom roku i sl. Posjedujući informacije o rangu obveznica investitori su u prilici da "ex ante" definišu strukturu sopstvenog portfolija pri čemu ostvaruju odgovarajuću satisfakciju. Prednosti ulaganja u ove instrumente duga su : (1) Troškovi duga su ograničeni na iznos glavnice i kamate i njihova visina je značajno niža od troškova akcionarskog kapitala; (2) Vlasnici obveznica nemaju pravo glasa i vlasništva nad firmom; (3) Isplata glavnice i kamate po osnovu emitovanih obveznica je oslobođena plaćanja poreza i (4) Korišćenje obveznica, uz odredbu o reotkupu unosi fleksibilnost u finansijsku strukturu preduzeća. Kao što svako ulaganje ima svoje prednosti tako i postoje određeni nedostaci oličeni u sledećem: (1) Dug predstavlja fiksnu obavezu i njegovo korišćenje u finansiranju zahtijeva veće stope prinosa akcionarskog kapitala; (2) Dugoročno ulaganje predstavlja povećanje rizika koji proizilazi iz vremenskog intervala ulaganja; (3) Strožiji kreditni uslovi od kratkoročnih ulaganja i akcionarskog kapitala i (4) Limitirani iznosi sredstava koji mogu biti finansirani putem instrumenata duga.

- **Akcije** - Pri tretiranju hartija od vrijednosti treba imati u vidu činjenicu da su akcije i dionice u pojmovnom određenju sinonimi. Savremena leksika kaže da su naziv akcije Francuzi preuzeli od Latina, dok se dionice vezuju za anglosaksonsko govorno i privredno područje. Kod nas su u upotrebi oba naziva gotovo ravnopravno, jer Zakon o hartijama od vrijednosti govori o akcijama dok zakon o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji preduzeća tretira dionice. U nastavku ovog rada efekti ovog tipa biće razmatrani kao akcije. To su dugoročne, stvarno pravne, vlasničke hartije od vrijednosti. Kao takve akcije su dokaz prava koja iz njih proizilaze. Samim tim imalac akcija postaje vlasnik idealnog dijela imovine emitenta i po tom osnovu ima odgovarajuća prava i obaveze. Akcija je hartija od vrijednosti koja glasi na dio osnovnog kapitala čiji kupac stiče pravo svojine nad akcijom ispunjenjem obaveza u novcu, stvarima i pravima izraženim u novcu u skladu sa Zakonom i odlukom o emisiji akcija (Zakon o hartijama od vrijednosti). Sam pojam akcija je neraskidivo vezan za akcionarsko društvo. Akciju može samo isključivo izdati društvo ovog tipa. Dakle akcije su isprave o uloženim sredstvima u akcionarsko društvo. Bez obzira na to ulaganje akcionar nema pravo na povraćaj uloženih sredstava sve do trenutka dok ono postoji. Akcionarsko društvo je društvo kapitala i za svoje obaveze odgovara cjelokupnom imovinom dok akcionari odgovaraju do iznosa koji su uložili u akcionarsko društvo prilikom kupovine akcije. Ukoliko vlasnik akcije želi doći do sredstava uloženih u njihovu kupovinu on to može učiniti jedino prodajom akcije. Kupac akcije je prvenstveno vlasnik akcije a po tom osnovu i vrijednosti na koju akcija glasi. Na taj način prodaja ili poklon postaju pravnim osnovom prenošenjem svojine na akciju. Akcije spadaju u dividendne hartije od vrijednosti, što će reći da vlasnik ostvaruje prihod u vidu dividende u zavisnosti od poslovanja i usmjerenja sredstava ostvarenih iz dobiti akcionarskog društva. Obzirom da ove hartije od vrijednosti donose prihod koji može a ne mora biti ostvaren, akcije spadaju u vrstu hartija od vrijednosti sa promjenljivim prihodom. To su deklarativne hartije od vrijednosti masovnog karaktera. Deklarativni karakter hartija potiče iz mogućnosti da prava iz akcija ne mogu nastati i ostvariti se bez postojanja hartija od vrijednosti kao papir. Masovnost kao obilježje akcija imanentno je jer se izdaju (potvrde o njima) u principu u velikom broju, sa serijama od po nekoliko hiljada primjeraka. Akcije su po svojoj ekonomskoj i pravnoj prirodi nedjeljive hartije od vrijednosti. Nedjeljivost akcija kao načelo znači da akcionarsko društvo ne može izdavati akciju u djelovima niti pravo iz akcije može biti djeljivo na više lica. Život nameće mogućnost nasljeđivanja akcija od više lica, zatim više lica mogu kupiti ili dobiti na poklon jednu akciju i tada se javlja pravo svojine više lica (susvojine). Ali ni u tom slučaju niko od njih ponaosob ne može zahtijevati od akcionarskog društva da mu izda potvrdu na idealni dio nominalne vrijednosti akcije čiji je on suvlasnik.

Različitost pristupa i osvjetljavanje problematike vezane za više dimenzionalan aspekt ovih dugoročnih hartija uslovljava njihovu podjelu na razne načine. Sa aspekta vlasništva, sve akcije je moguće svrstati u dvije osnovne grupe i to: (1) *Akcije koje glase na ime* i (2) *Akcije koje glase na donosioca*. Ova podjela je dovoljno objašnjena u pojmovnom određenju, pa smatramo da na ovom mjestu nije potrebno šire elaborirati sem u dijelu koji se odnosi na prenos akcija na ime. Kod akcionarskih društava sa malim brojem akcionara, moguće je pravilima društva (Statutom ili drugim aktima), otežati prenos vlasništva bez saglasnosti osnivača ili svih akcionara. Takve akcije na ime nazivaju se vinkuliranim akcijama.

Prema redosljedu izdavanja akcije mogu biti: (1) *Osnivačke akcije (akcije prve emisije)* i (2) *Akcije narednih emisija*. Osnivačke akcije se izdaju u cilju obezbjeđenja osnovne glavnice prilikom osnivanja akcionarskog društva. Svaka prva emisija akcija je istovremeno i osnivačka. Osnivačke akcije bez obzira što te akcije mogu promijeniti vlasnika, pripadaju prvenstveno osnivačima društva. Ove akcije mogu biti snabdijevane različitim ovlaštenjima i klauzulama u zavisnosti od namjera osnivača (npr. izdaju se sa pravom na više glasova, ograničava im se prenos vlasništva i sl.). Emisijom akcija druge i narednih emitovanja obezbjeđuju se dodatna sredstva za poslovanje preduzeća i povećavanje njegove osnovne glavnice. Treba istaći da se akcije narednih emisija mogu razlikovati od osnivačkih, međutim ponekad je sličnost do te mjere prisutna da se razlike ogledaju samo u tome što su jedne izdate u prvoj a druge u nekoj od narednih emisija.

Prema sadržini učešća u dobiti akcije mogu biti: (1) *Obične (redovne)* i (2) *Prioritetne (povlašćene)*. Obična akcija sadrži pravo koje se redovno i uobičajno ostvaruje u akcionarskom društvu. Obične akcije daju pravo učešća u upravljanju, pravo učešća u dobiti akcionarskog društva i pravo na dio likvidacione mase. Ove akcije obuhvataju najširi krug prava koje izdavalac akcija može ostvariti u akcionarskom društvu. Pravo glasa vlasnicima ovih akcija daje garanciju da u Skupštini emitenata učestvuje u izboru organa upravljanja i utvrđivanju poslovne politike. Obične akcije mogu biti izdate u prvoj i narednim emisijama, a mogu glasiti na ime ili na donosioca.

Povlašćene (prioritetne akcije) su akcije koje imaoćima obezbjeđuju određena "prioritetna" prava kao što su: pravo na isplatu dividende u odnosu na vlasnike običnih akcija, pravo na raspodjelu likvidacione mase, i pravo na naplatu iz stečajne mase u slučaju stečaja akcionarskog društva.

U nekim finansijskim sistemima prioritetne akcije donose određeni procenat od nominalne vrijednosti kao fiksnu dividendu. To ukazuje na visok stepen sličnosti između prioritetnih akcija i obveznica. Prioritetne akcije se javljaju u tri osnovna oblika i to: 1. *Kumulativna akcija*, koja daje pravo prvenstva na isplatu svih neisplaćenih dividendi prije isplate po osnovu običnih akcija; 2. *Participativna akcija*, koja pored određene dividende donosi i pravo učešća u raspodjeli ostvarene dobiti; 3. *Zamjenljiva (Konvertibilna) akcija*, daje pravo imaoću da je može pretvoriti u običnu akciju u skladu sa odlukom o emisiji, čime vlasnici prioritetnih akcija dobijaju glasačko pravo.

Prema pravu glasa akcija može biti: (1) *Akcija sa pravom glasa* i (2) *Akcija bez prava glasa*. Akcije sa pravom glasa mogu biti sa pravom na jedan glas i sa pravom na više glasova. Izdavanje pluralnih akcija uobičava se u anglosaksonskim ekonomijama dok je u većini evropskih zemalja zabranjeno. Akcije bez prava glasa, po pravilu ne mogu biti osnivačke, ili bar ne sve osnivačke, iz prostog razloga što osnivači moraju obezbijediti upravljanje akcionarskim društvom.

Treba istaći da akcije kao hartije od vrijednosti mogu biti uplaćne u novcu, stvarima ili pravima. Akcije u stvarima i pravima se nerijetko nazivaju i "vezanim akcijama" u cilju sprečavanja ulagača da se što prije liši svojih akcija kupljenih ulaganjem

stvari ili prava i tako umanju svoju odgovornost ili bar oteža njeno ostvarivanje iz razloga što stvari i prava ne odgovaraju utvrđenom kvalitetu i vrijednosti.

Podjela akcija moguća je sa aspekta uplate u ratama ili odjednom izvršiti na: (1) *Privremene akcije* i (2) *Stalne akcije*. Privremene akcije obezbeđuju budućem akcionaru akcionarska prava do potpune otplate akcija. Značajno je istaći da za privremenu akciju važe pravila koja regulišu akcije na ime. Ova podjela je izvršena više radi toga da bi se ukazalo na karakteristike i dejstvo privremene akcije nego da bi se stalna akcija okarakterisala nekim obelježjima, sem datog atributa stalnosti.

Sledeća podjela akcija vezana je za postojanje garanta za isplatu dividende do određenog iznosa. Po tom osnovu akcije je moguće podijeliti na: (1) *Garantovane akcije*, čiju isplatu u određenom iznosu garantuje banka, država ili neki drugi pravni subjekt; (2) *Negarantovane akcije* su one akcije po kojima za isplatu nema garancija.

Ulaganje u akcije kao i ulaganje u obveznice ima svoje prednosti i nedostatke. Prednosti se odnose na sledeće: (1) Emisija akcija ne predstavlja fiksnu obavezu za firmu, jer se dividenda isplaćuje samo za slučaj da kompanija profitabilno posluje; (2) Nepostojanje fiksnog roka dospeljeća što je velika prednost u odnosu na fiksnu obavezu isplate glavnice; (3) Emitovanjem akcija kompanija stiče bolju poziciju prilikom uzimanja novih kredita; (4) Atraktivnost prodaje običnih akcija jer donose veće prava i prinos budućim vlasnicima.

Nedostaci ulaganja u ovu vrstu hartija od vrijednosti se ogledaju u sledećem : (1) Disperzija vlasništva dovodi do gubitka vlasništva nad kompanijom; (2) Ovaj vid ulaganja je skup jer vlasnici učestvuju u diobi profita; (3) Visoki troškovi emitovanja akcionarskog kapitala smanjuju pozitivne efekte; (4) Nepovoljan poreski tretman koji, pored ostalog, značajno poskupljuje ukupne troškove.

1.4. Regulacija finansijskih tržišta

Pri tretiranju ovog fenomena u teoriji i empiriji prisutna su dva pristupa. Prvi je tzv. klasični pristup koji počiva na shvatanju da je iz nesavršenosti i neefikasnosti tržišta nastala potreba vladinog upliva u finansijski sistem. U savremenim uslovima privredivanja, objašnjenje ovog tipa je neprihvatljivo iz razloga izuzetno visokog stepena konkurencije, tehničko-tehnološke i informacione povezanosti. S toga je, drugi pristup baziran na kompleksnošću zakonske regulative koja prati finansijska tržišta i njihovim značajem za nacionalne ekonomije i privredne tokove. Svaka država posredstvom vlade ostvaruje četiri sledeće uloge: (1) *Zaštitu učesnika* - obezbeđenjem potrebnog nivoa solventnosti i likvidnosti finansijskih institucija, osiguranjem depozita i državnim garancijama, regulativom koja obavezuje na javnost rada i regulisanjem i oštrim kažnjavanjem nedozvoljenih radnji; (2) *Održavanje makroekonomske stabilnosti* - regulisanjem finansijskih tržišta se obezbeđuje makroekonomska stabilnost privredivanja i dinamičan privredni razvoj; (3) *Održavanje željenog nivoa konkurentnosti* - postiže se na taj način što država posredstvom svojih organa ostvaruje željeni nivo konkurentnosti na pojedinim segmentima finansijskog tržišta. Ostvarenje željenog nivoa konkurentnosti postiže se ako: postoji veliki broj učesnika, niko od njih nema značajniju ulogu, učesnici su relativno nezavisni i bez barijera se ulazi na tržište; (4) *Održavanje solventnosti pojedinih finansijskih institucija* - posredstvom kojih se obezbeđuje stabilnost finansijskog sistema i finansijskih tržišta. Raznovrstan je instrumentarij preko koga se to čini ali treba posebno imati u vidu: operacije na otvorenom tržištu, osiguranje depozita, mehanizam obavezne rezerve i dr.

Ako se analiziraju neka šira shvatanja razlozi koji objašnjavaju regulisanje finansijskih tržišta su:

- Sprečavanje emitiranja različitih hartija od vrijednosti da obmanjuju investitore prikrivanjem značajnih informacija. Time se obezbjeđuje povjerenje investitora u finansijske instrumente i institucije a ova funkcija se ostvaruje preko javnosti rada i bolje informisanosti svih učesnika na finansijskim tržištima;
- Ostvarenje konkurencije i fer odnosa u obavljanju poslova na finansijskim tržištima;
- Održavanje stabilnosti finansijskog sistema i njegovih osnovnih elemenata - finansijskog tržišta i finansijskih institucija. Nadležni državni organi u cilju održavanja stabilnosti koriste različite mehanizme kao što su: posebni uslovi i visoki standardi za davanje posebnih odobrenja u pogledu stručnosti i kompetentnosti, dostavljanje odgovarajućih izvještaja, rigidni računovodstveni i revizorski principi, osiguranje poslova pojedinih učesnika, ograničenje aktivnosti pojedinih institucija u dijelu zabrane ulaska u suviše rizična ulaganja (plasmene) i sl.
- Podsticanje ili ograničavanje aktivnosti učešća spoljnih (inostranih) subjekata na domaćim finansijskim tržištima;
- Kontrola monetarno-kreditne politike a time i privredne aktivnosti u domicilnoj ekonomiji;
- Regulacija vlasničkih struktura i odnosa je naročito izražena u poslednjoj deceniji kada se mnoge ekonomije nalaze u procesu privatizacije.⁸

Tretirajući ovako različite razloge i ciljeve zakonskog regulisanja kao zajednički imenilac pristupa nameće se kao prvi među jednakima razlog afirmacije, jačanja i očuvanja povjerenja u finansijska tržišta, instrumente i učesnike na njima. Na taj način u prvi plan izbija povjerenje kao osnovni postulat na kome počivaju finansijska tržišta.

U praksi forma regulative poprima više pojavnih oblika: (1) Regulativa objavljivanja i otkrivanja - obaveza emitenta hartija od vrijednosti na javno objavljivanje relevantnih informacija za sadašnje i buduće investitore. Izuzetno je teško obezbijediti jednaku dostupnost informacija svim ekonomskim subjektima pa nije rijetka pojava da jedan broj subjekata svoj privilegovani položaj u tom dijelu valorizuje odgovarajućim profitom. Zakonodstva različitih zemalja se štite na različite načine od ovih pojava: plaćanjem penala, krivičnom odgovornošću, zaplenom imovine i sl. (2) Regulisanje finansijskog poslovanja - se odnosi na postavljanje pravila po kojima se obavlja poslovanje na finansijskim tržištima: berza, berzanski posrednici, platni promet i dr. (3) Regulisan rad finansijskih institucija - od strane državnog aparata u pojedinim segmentima kao što je kreditni potencijal ili obim plasmana i sl. (4) Regulisan status finansijskih asocijacija iz inostranstva od strane državnog aparata - čime se na određen način limitira njihova aktivnost i određuje vlasništvo nad domaćim finansijskim institucijama. (5) Kreditno monetarna i bankarska regulativa - posredstvom koje se definiše ponuda i tražnja novca, nivo novčane mase i uopšte nivo privredne aktivnosti.

1.5. Institucije na finansijskom tržištu

Veoma je teško napraviti kvalitetnu i sveobuhvatnu klasifikaciju učesnika na finansijskim tržištima. Međutim, sa aspekta ovog rada, smatram cjelishodnim podjelu na: (1) *Centralno monetarno-finansijske institucije (centralna banka)*; (2) *Depozitne institucije*; (3) *Nedepozitne institucije* i (4) *Posredničke institucije*;

Centralna banka predstavlja jednu od najvažnijih institucija u finansijskom sistemu i finansijskim tržištima jedne ekonomije. Funkcije centralne banke se ogledaju u: (1)

⁸ Fabozzi J.F.; Modigliani F. and Ferri M.G: " Foundations of Financial Markets and Institutions", pg. 56-60

načina: (1) Sponzor plana ovlašćuje zaposlene unutar institucije da upravljaju sredstvima fonda; (2) Sponzor angažuje profesionalni portfolio menadžment iz osiguravajućih društava, banaka i investicionih fondova i (3) Kombinacijom prethodna dva metoda. Penzioni fondovi investiraju u različite oblike finansijske aktive sa najmanjim rizikom: državne obveznice, obveznice lokalnih organa, investiciono rangirane visokokvalitetne obveznice, akcije profitabilnih kompanija, inostrane hartije od vrijednosti i sl.

Investicione kompanije svojom posredničkom ulogom predstavljaju respektibilne učesnike na finansijskim tržištima. Ove kompanije sredstva obezbjeđuju prodajom akcija ili udjela i investiraju ih u različite oblike finansijske aktive. To se u prvom redu odnosi na diverzifikovane portfolije hartija od vrijednosti koje predstavljaju proporcionalan udio u portfelju kojim upravlja menadžerski tim kompanije. Osnovne karakteristike poslovanja investicionih kompanija ogledaju se u: (1) Prikupljanju sredstava prodajom akcija a ne sakupljanjem depozita; (2) Diverzifikaciji plasmana u veliki broj raznovrsnih oblika finansijske aktive; (3) Visokom stepenu likvidnosti i (4) Profesionalnom menadžmentu koji je u posjedu specijalizovanih znanja iz oblasti poslovnih finansija, finansijskog i portfolio menadžmenta i investiranja u hartije od vrijednosti. Postoje različite podjele investicionih kompanija ali je u osnovi najznačajnija podjela na: (1) Otvorene investicione fondove - koji do sredstava dolaze javnom prodajom akcija i uvijek su spremni da izvrše otkup emitovanih akcija po cijeni koja odgovara tržišnoj vrijednosti portfolija kojim raspolažu. (2) Zatvorene investicione fondove - koji imaju fiksni broj akcija i emituju ih kao svaka druga kompanija pri čemu se trgovanje ovim hartijama odvija na berzi ili vanberzi. (3) Unit trust - predstavljaju fondove koji prodaju udjele i specifičnost su na finansijskim tržištima nekih ekonomija poput Velike Britanije. Razlika u odnosu na prethodne dvije vrste fondova je u tome što ovi fondovi specijalizovani za investiranje u obveznice. Obzirom na temu ovog rada na narednim stranicama će fondovi kao fenomeni biti suptilnije i sveobuhvatnije tretirani.

Berzanski posrednici su institucije koje karakterišu razvijena finansijska tržišta. Ova kategorija učesnika je oličena u brokerskim i dilerskim kućama. Pored posredovanja brokersko - dilerske institucije se bavi i finansijskim konsaltingom, portfolio menadžmentom i čitavim spektrom djelatnosti koja su u vezi sa investiranjem u hartije od vrijednosti. Razlika između ove dvije kategorije berzanskih posrednika je prethodno već istaknuta pa treba ukazati na neke vrste brokera i dilera i njihove specifičnosti u poslovanju u zavisnosti od pravnih propisa i berzanskih pravila koja prate njihov rad: (1) Komisioni brokeri - su nezavisni brokeri čija mjesta na berzi glase na pojedinačna imena fizičkih lica; (2) Brokeri na parketu - predstavlja brokere koji su aktivni učesnici u berzanskom prometu; (3) Trgovci na parketu - predstavljaju vrstu berzanskih spekulanata koji vrše kupovinu i prodaju određenog tržišnog materijala istog dana kako bi ostvarili profit u što kraćem roku; (4) Specijalisti - su značajna grupa finansijskih posrednika koji su se specijalizovali za trgovinu određenim hartijama od vrijednosti ili finansijskim instrumentima određenih kompanija; (5) Diskontni brokeri - su finansijski posrednici koji ove poslove obavljaju uz minimalnu proviziju; (6) Brokeri koji nude kompletnu uslugu - su brokeri koji pored usluga kupovine i prodaje hartija nude finansijski konsalting, finansijske analize i sl; (7) »Odd – lot« dileri - vrše kupovinu i prodaju manjeg broja određenih finansijskih instrumenata uz relativno visoku proviziju. U ovom slučaju je riječ o okruglim iznosima akcija koje se kasnije prodaju u manjim neparnim iznosima anonimnim kupcima.

1.6. Uloga organizovanog i šalterskog (Over The Counter) tržišta

Sekundarno tržište je ambijent u kome se izražava ponuda i tražnja za finansijskim instrumentima i uvrđivanje njihove cijene. Sekundarno tržište se manifestuje u dva svoja pojavna oblika: (1) Berza i (2) Šaltersko (Over The Counter) tržište.

Berza je organizovan prostor na kome se trguje dugoročnim finansijskim instrumentima. To su specifične institucije izuzetno organizovanog karaktera u vlasništvu države ili učesnika u trgovini. Osim toga radi se o institucijama neprofitnog karaktera koje imaju javna ovlašćenja pri čemu utvrđuju odgovarajuća pravila trgovine za učesnike i kontrolišu njihovu primjenu. Subjekti - učesnici trgovanja na berzi moraju ispunjavati odgovarajuće pretpostavke u : organizacionom pogledu, kapitalnom cenzusu, obavezama prema berzi i dr. Ovlašćeni državni organ, berza ili komisija po ovlašćenju berze propisuje uslove pod kojima se obavlja transakcije na berzi. Postoje dvije vrste berzanskih posrednika koji se pojavljuju kao učesnici na berzi: (1) *Brokeri* - koji posluju u ime i za račun klijenta i svoj interes nalaze u proviziji koju ostvaruju po svakoj transakciji i (2) *Dileri* - posrednici koji trgovanje vrše u svoje ime i za svoj račun ostvarujući profit na razlikama u cijeni hartija od vrijednosti. Pored ove dvije vrste berzanskih posrednika postoje tzv. specifični oblici posredovanja oličeni u : (1) Specijalistima - brokerima koji izvršavaju ograničene naloge komitenata ili komisionih brokera ili (2) Dilerima - koji izražavaju spremnost da prodaju i kupe hartiju od vrijednosti za koju su specijalizovani u svakom trenutku. Oni to čine bez obzira na oscilacije u ponudi i tražnji pri čemu stabilizuju cijene u berzanskoj trgovini. Da bi se trgovalo hartijama od vrijednosti na berzi (najčešće akcijama i obveznicama) neophodno je da se odgovarajući instrument nađe na listingu berze. Propisani uslovi za dolazak na listing berze su prilično strogi i ogledaju se u odgovarajućoj fiksnoj aktivni, broju emitovanih akcija u posjedu investitora, ostvarenom profitu, broju akcionara sa odgovarajućom minimalnom količinom akcija i sl.

Kontrolu nad poslovanjem berze obavlja državna institucija (najčešće Komisija za hartije od vrijednosti) koja svojim propisima utvrđuje pravila kojih se moraju pridržavati i koja moraju poštovati učesnici na finansijskim tržištima. U okviru ovih pravila se nalaze i uslovi čijim ne ispunjavanjem se određeni instrument skida sa listinga berze.

Berza može biti organizovana prema metodu trgovine kao: (1) Aukciono tržište -- to je berza na kojoj se nalozi klijenata za kupovinu ili prodaju grupišu i izvršavaju simultano uz formiranje jedinstvene cijene. Ovaj vid trgovanja može biti pismeni ili usmeni a njen rezultat je fiksiran kurs. Kraj radnog dana je termin u kome se utvrđuje presječan dnevni kurs za pojedini finansijski instrument. (2) Kontinuirano tržište - u kome je transakciju moguće obaviti tokom čitavog berzanskog radnog dana. U skladu sa tim kurs se permanentno mijenja reprezentujući priliv naloga i njihovu realizaciju. Renomirane svjetske berze primjenjuju metodologiju informatičke korespondencije koja omogućavajući uspostavljanje kursa koji odgovara ponudi i tražnji.

Trgovina na berzi je cikličnog karaktera i odvija se faznom procedurom: (1) Relaciju uspostavljaju investitor i berzanski posrednik uspostavljanjem odgovarajućih računa (hartija od vrijednosti i novčanih sredstava) kao i davanjem naloga za kupovinu ili prodaju finansijskih instrumenata; (2) Realizacija naloga t.j. kupovina ili prodaja odgovarajuće hartije od vrijednosti na tržištu kapitala i utvrđivanje cijene na bazi ponude i tražnje; (3) U trećoj fazi koja obuhvata poslovnu relaciju koji se obavlja u klirinškoj instituciji gdje se odvija saldiranje i plaćanje izvršene transakcije kao i transfer hartija od vrijednosti i novčanih sredstava.

Sam naziv šaltersko (O.T.C.) tržište potiče iz američke prakse kada su hartije od vrijednosti prodavane preko bankarskih šaltera. Ovo tržište nodrazimiieva efikasne

telekomunikacione i informatičke tehnologije.¹⁷ Savremeni pristup se odnosi na odgovarajuće finansijske instrumente dugoročnog karaktera. Oni se ne mogu naći na listingu berze ili zato što emitenti ne žele, iz određenih razloga (zatvoreno akcionarsko društvo, kompanije ne posjeduju transparentne podatke o poslovanju, menadžment ne želi da bude izložen smjeni zbog otkupa akcija na berzi i sl.), da se njihove hartije ne nađu na listingu berze ili zbog toga što emitent ne ispunjava kriterijume za berzansko poslovanje. Vanberzansko tržište upotpunjava berzansku trgovinu. Ovo tržište funkcioniše zahvaljujući savremenim informatičkim komunikacionim sredstvima. Razvoj informatike omogućio je afirmaciju ovog segmenta tržišta kapitala a SAD učinio zemljom u kojoj se ovom tržištu posvećuje značajna pažnja. U nekim ekonomijama je šaltersko tržište zabranjeno pravnim propisima a u pojedinim je ograničen promet hartija od vrijednosti određenih institucija na njemu (npr. penzionih fondova). Ono je indikativnog karaktera pogodno za male rastuće kompanije koje posjeduju profitabilne projekte. Sinonim za šaltersko tržište je Nacionalno udruženje dila hartijama od vrijednosti (NASD), koje je umreženo u elektronski sistem kotacije (NASDAQ) na kome se promptno mogu naći ponuda, tražnja i cijene odgovarajućih finansijskih instrumenata.

Analizirajući ova dva kompatibilna segmenta tržišta kapitala može se zaključiti da su indikatori efikasnosti jedne ekonomije u funkcionalnoj zavisnosti od razvijenosti berzanskog i vanberzanskog tržišta. To su veoma brzo shvatili kreatori procesa u tranzitornim ekonomijama pa su efekti pozitivnih iskustava na ovom planu dali značajne rezultate.

1.7. Odgovornost finansijskih institucija

Razumijevanje razloga zbog kojih menadžeri finansijskih institucija investiraju u različite tipove finansijske aktive opredjeljuje vrstu investicione strategije koju je oličena u poimanju fenomena imovinske odgovornosti. Priroda odgovornosti diktira investicionu strategiju kojoj finansijska institucija teži. Na primjer, depozitne institucije generišu prihod kao razliku povraćaja svojih prinosa na aktivu i troškova sopstvenih fondova. Dakle, one kupuju novac i prodaju novac. Depozitne institucije kupuju novac pozajmljen od depozitara ili ga obezbjeđuju od fondova. Zatim prodaju pozajmljeni novac kompanijama i individuuama. Korišćenje novca ima svoju cijenu koja je oličena u kamatnoj stopi i terminskog je karaktera. Konsekventno, depozitne institucije zarađuju na pozitivnoj razlici prihoda na investirano imovinu i troškova sopstvenih fondova. Osiguravajuće kompanije su finansijske institucije sa pouzdanim stepenom imovinske sigurnosti čiji je biznis u ekspanziji. Za razliku od njih penzioni fondovi bjeleže nešto sporiji rast stvarajući obligacioni odnos na bazi minimalnih troškova od strane sponzora penzionog plana. Investicione kompanije nemaju eksplicitne troškove svojih fondova ali obezbjeđuju satisfakciju kroz obligacionu odgovornost.

Odgovornost finansijske institucije uključuje vremensku komponentu oličenu u gotovinskom trošku koja je predstavlja satisfakciju ugovorenog termina nastale obligacije. Odgovornost finansijskih institucija može biti kategorisana prema kategorizaciji u tabeli koja pretpostavlja da entiteti mogu izvršavati obaveze bez obzira da li su one aktuelne ili je projektovano njihovo vrijeme plaćanja. Opis gotovinskih troškova kao fenomena može biti poznat ili neizvjesan ali je nesumnjivo širok. Kada definišemo gotovinske troškove kao neizvjesne onda je sasvim nepoznato šta će se desiti u budućnosti. Postoji neka vrsta odgovornosti gdje zakon velikih brojeva opredjeljuje vrijeme ili iznos gotovinskih troškova. Ovo je tipičan rad statističara koji, naravno, ne mogu uvijek predvidjeti nastanak prirodne katastrofe poput poplava i zemljotresa.

Vrsta odgovornosti	Račun gotovinskih troškova	Vrijeme gotovinskih troškova
I	Poznat	Poznat
II	Poznat	Neizvjestan
III	Neizvjestan	Poznat
IV	Neizvjestan	Neizvjestan

Tabela 1.1. Priroda odgovornosti finansijskih institucija

Prvi tip odgovornosti podrazumijeva da su izvjesni i vrijeme i iznos obaveza. Na primjer, depozitne institucije imaju informacije o plaćanjima koje treba izvršiti na dan dospjeća fiksne rate depozita iako uobražavaju da depozitar ne može povući fond prije roka njihovog dospjeća. Ovaj tip se ne odnosi samo i isključivo na depozitne institucije. Glavni prodajni proizvod kompanija životnog osiguranja je garantovani investicioni ugovor. To je obligacija osiguravajuće kompanije putem koje se obezbjeđuje, za sumu novca nazvanu premija, garantovana kamata na određeni datum dospjeća.

Drugi tip odgovornosti se javlja kada je račun gotovog troška poznat ali je vrijeme njegovog nastanka neizvjesno. Najpoznatiji primjer za ovu vrstu odgovornosti su politike životnog osiguranja. Postoje mnogi tipovi politike životnog osiguranja ali je najpoznatiji onaj sa periodičnom premijom kada kompanija životnog osiguranja preuzima specifična gotovinska plaćanja na dan smrti osiguranika.

Naredni tip odgovornosti je kada je vrijeme troškova poznato ali je račun neizvjesan. Primjer su finansijske institucije koje emituju obligacije i kod kojih je kamata periodično prilagodljiva nekoj kamatnoj stopi koja služi kao reper. Depozitna institucija, na primjer, emituje račun zvani certifikat o depozitu koji u odgovarajućem trenutku dospijeva. Kamatna stopa koja mora biti plaćena nije uvijek fiksirana tokom trajanja certifikata već može fluktuirati. Ukoliko depozitna institucija trogodišnje certifikate o depozitu sa tromjesečnim prilagodbama i plativom kamatom svaka tri mjeseca u visini trezorske kamate uvećava za jedan procentni poen, depozitna institucija zna koliko plaćanje mora izvršiti nakon tri godine ali joj je nepoznat iznos novčanog računa. Ovaj iznos zavisi od tromjesečnih kamata trezorskog računa na kraju treće godine.

Četvrti tip odgovornosti predstavlja produkte osiguranja čija je neizvjesnost prisutna po oba osnova i po računu i po vremenu gotovinskih troškova. Vjerovatno su najjasniji primjer polise osiguranja automobila i kuća emitovane od privremeno osiguravajućih kompanija. Kada ili ako plaćanje nastane vlasnik polise može biti neizvjesan. Nekada su šteta osigurane imovine i račun koji bi trebao plaćen neizvjesni. Pored toga, sponzori penzionog plana mogu priznavati različite vrste beneficiranih penzionih obligacija. Postoje planovi kod kojih penzione beneficije zavise od učešća u prihodu za specifičan broj godina prije penzionisanja i ukupnog broja godina radnog vijeka. Ova dva elementa će uticati na račun gotovinskih troškova. Vrijeme za izmirenje gotovinskih troškova zavisi od toga kada će zaposleni ostvariti pravo na penziju i hoće li to biti penzionim planom sponzora za koga se opredijelio. Oba računa i vrijeme njihovog izvršenja zavise od izbora zaposlenog u diielu plaćanja u vrijeme radnog vijeka odnosno

1.8. Finansijske inovacije i njihova kategorizacija

Najnovija događanja pokazuju da postoji šest glavnih potpora finansijskim inovacijama: (1) Konkurentne inovacije; (2) Kontrolne inovacije; (3) Računovodstvene inovacije; (4) Poreske inovacije; (5) Religijske inovacije; (6) Inovacije nepoznavanja.¹¹

Talas jednostavnih finansijskih inovacija zahvatio je finansijska tržišta u posljednje tri decenije. Učesnici na finansijskim tržištima i analitičari inovacija vrše kategorizaciju na različite načine i sa raznovrsnih aspekata. Za potrebe ovog rada pogodna je naredna klasifikacija finansijskih inovacija.

Tržište širokih instrumenata, čije je povećanje likvidnosti tržišta i raspoloživost fondova atraktivna za nove investitore i ponuda novih finansijskih proizvoda. Upravljanje rizičnim instrumentima, kojim se vrši realokacija finansijskog rizika na odgovarajući broj finansijskih instrumenata. Arbitraža instrumentima i procesima, koji omogućava investitorima i onima koji pozajmljuju, prednost u troškovima i povraćaju između tržišta se reflektuje razlike u riziku, informacijama, porezu i regulativi.

Sledeća klasifikacija sistema finansijskih inovacija zasnovana je na više specifičnih funkcija kao što su: (1) Cjenovni rizik transferibilnih inovacija; (2) Kreditni rizik transferibilnih instrumenata; (3) Generisanje likvidnih inovacija; (4) Kreditno generisani instrumenti i (5) Pravedno generisani instrumenti. Cjenovni rizik transferibilnih inovacija obezbjeđuje tržišno učešće sa većom efikasnošću cijena ili kursnog rizika. Realokacija rizika je po prirodi funkcija kreditno rizičnih transferibilnih instrumenata. Generisanje likvidnih inovacija podrazumijeva tri stvari: (1) Uvećava likvidnost tržišta; (2) Dozvoljava onima koji pozajmljuju povlačenje iz novih izvora odnosno fondova i (3) Dozvoljava učesnicima na tržištu nadmudrivanje sa uspostavljenom zakonskom regulativom koja prati ovu oblast. Instrumenti uvećavaju račun dužničkih fondova raspoloživih za pozajmljivanje i uvećavaju bazični kapital finansijskih i nefinansijskih institucija u funkciji kreditnog i pravednog generisanja inovacija.

Jedan broj ekonomista ukazuje na dvije klase finansijskih inovacija: (1) Novi finansijski proizvodi (finansijska imovina i instrumenti-derivati) bolje definisani kao finansijsko stanje u određenom periodu (npr. inflacija) i tržište na kome se trguje i (2) Strategije primjerene korišćenju finansijskih proizvoda.

Dakle, postoje dva ekstremna pogleda na finansijske inovacije. Prvi, koji ukazuje da je glavni podsticaj za inovacije u naporu za zaobilazjenje ili arbitriranje regulativom i pronalaženje pravnih praznina u poreskim pravilima. Drugi ekstrem, suštinu inovacija vidi u uvođenju finansijskih instrumenata koji podrazumijevaju efikasnu redistribuciju rizika između učesnika na finansijskom tržištu. Pojava mnogih inovacija nije izdržala probu vremena i one su nestale zbog toga što nijesu obezbijedile efikasne mehanizme za redistribuciju rizika. Opstale inovacije su efikasan put za rješavanje ovih problema. Ako se posmatraju razlozi koji dovode do finansijskih inovacija onda se mogu definisati kao: (1) Rastuća nestalnost kamatnih stopa, inflacije, realnih cijena i kursa; (2) Prednost u kompjuterskim i telekomunikacionim tehnologijama, (3) Permanentno proširenje znanja profesionalnih učesnika na tržištu i (4) Međusobna finansijska konkurencija; (5) Podsticaj usavršavanja postojeće regulative i poreskih zakona i (6) Promjena globalnih obrazaca finansijskog bogatstva. Savremena tehnologija trgovanja na finansijskim tržištima nezamisliva je bez kompjuterske i telekomunikacione mreže. S toga su sa aspekta inovacija finansijski proizvod i trgovačka strategija kreirani na učestalim promjenama cijena i kamatnih stopa, razvoju tehnologije, novoj intenzivnoj konkurenciji i globalizaciji tržišta i institucija.

Ključna finansijska inovacija 80 - tih godina oličena je u fenomenu imovinskog obezbjeđenja (asset securitization) čiji je značajan uticaj došao do izražaja kod finansijskih posrednika. Proces uključuje sakupljanje i ukupan ulog kredita i prodaju hartija na bazi tih kredita. Ovaj sistem se radikalno razlikuje od tradicionalnog sistema finansiranja sticanja imovine karakterističnog za finansijske posrednike poput depozitnih institucija i osiguravajućih društava u: (1) Nastanku kredita; (2) Zadržavanju kredita u imovinskom portfoliju a time i prihvatanju kreditnog rizika koji proizilazi iz kredita; (3) Servisiranje sakupljenih isplata i obezbjeđenje poreskih i drugih informacija za dužnike i (4) Dobijanje fondova od javnosti kojima se finansira imovina. Imovinska sekjuritizacija podrazumijeva uključenost više od jedne institucije u pozajmljivanje kapitala. Posmatrajmo kredit za prodaju automobila. Scenario pozajmljivanja izgleda ovako: (1) Komercijalna banka daje kredit za nabavku automobila; (2) Komercijalna banka može emitovati hartije na osnovu kredita; (3) Privatna osiguravajuća kompanija osigurava kompletan kreditni rizik u skladu sa ulogom; (4) Komercijalna banka ustupa servisiranje kredita kompaniji kojoj je to specijalnost i (5) Kompanija za hartije od vrijednosti vrši distribuciju hartija od vrijednosti individualnim i institucionalnim investitorima. U procesu dodjele kredita participiraju : banka koja pozajmljuje sredstva, osiguravajuća kompanija, institucija za servisiranje kredita, kompanija za hartije od vrijednosti, individualni i institucionalni investitori. Komercijalna banka ne može apsorbovati kreditni rizik, servisiranje kredita i obezbjeđenje fondova. Primjer preuzet za kredit za automobile može se primijeniti za hipotekarne kredite, kredite za stambenu izgradnju, kredite za nabavku plovila, kredite posredstvom kreditne kartice i odgovarajućeg lizinga. Najširi dio imovinski obezbijedenog tržišta je hipotekarno tržište pri čemu je hipotekarni kredit rezidenta obezbijeden njegovom imovinom. Imovinska sekjuritizacija obezbjeđuje različite beneficije za emitente, povjerioce i investitore čije implikacije su značajne za finansijski sistem ekonomije u kojoj se provodi.

Opšte beneficije sekjuritizacije za emitente su: (1) Smanjenje troškova fondova; (2) Mnogo efikasnije korišćenje kapitala; (3) Upravljanje brzim portfoliom rasta; (4) Povećanje finansijskih performansi i (5) Diverzifikacija fondovskih izvora. Sekjuritizacijom se konvertuju nelikvidni krediti u hartije sa visokom likvidnošću i smanjenim rizikom. Kreditni rizik je smanjen zbog: (1) Diverzifikacije skupine kredita i (2) Povećanje kredita. Kreditno povećanje je finansijski izum nastao smanjenjem kreditnog rizika u skladu sa zajmom. Ova dozvola investitora širi njegove prostore za investicione oportunitete. Time se poboljšavaju mogućnosti povraćaja kroz smanjenje troškova posredovanja.

Sekjuritizacija obezbjeđuje direktno finansiranje između dužnika i investitora, izbjegavajući tradicionalne posrednike. Ukupna imovina na bazi privatnih kredita minimizira kreditni rizik do prihvatljivog nivoa za investitore.

II Investicione kompanije

2. Investicione kompanije

Kada finansijska istorija ovog vremena bude pisana, investicione kompanije će zauzeti jedno od najznačajnijih mjesta u dijelu brzo rastućih institucija. Širenje zajedničkih fondova, koji su najpoznatiji tip investicionih kompanija, je svjetski fenomen u eri poslije drugog svjetskog rata. Međutim investicione kompanije egzistiraju mnogo prije Drugog svjetskog rata. Njihova misija bila je trasirana u ranom devetnaestom vijeku u Engleskoj kada su investicione kompanije pomogle u finansiranju američke ekonomije nakon građanskog rata. U vrlo različitoj formi od sadašnjeg vremena, investicione kompanije (poznate kao "investment trusts") su bile istaknuti faktor razvojno- prosperitetnih godina ratom razorene američke ekonomije.

Zajednički fondovi, banke, štedno-kreditne asocijacije i životno osiguranje postaju mediji posredstvom kojih milioni pojedinaca i porodica obezbjeđuju finansijsku nezavisnost i bolji život. Zajednički fondovi predstavljaju nove institucije koje različitim atributima obezbjeđuju finansijsko planiranje. Njihova podrška nije dizajnirana da servisiraju ciljeve poput štednih računa ili životnog osiguranja. Zajednički fondovi su komplementarni sa ostalim konvencionalnim formama transformacije budućih povraćaja. Oni pojednostavljaju balansiranje fiksnih iznosa ili prinosa čija vrijednost raste ali, takođe, uključuju rizik uspješnog mogućeg rasta. Atraktivnost i upotrebljivost investicionih kompanija postaje potreba individualnih investitora. Pored individualnih i institucionalni investitori nalaze u investicionim kompanijama polje koje obezbjeđuje rješenje određenih problema i pomaže u ostvarivanju željenih rezultata.

Investicione kompanije su korporacije ili fondovi čiji je jedini posao da investiraju novac svojih akcionara u akcije, obveznice ili, nešto rjeđe, u instrumente tržišta novca pri čemu se nadaju da će ostvariti specifične investicione ciljeve. To je zajednička briga investicionih fondova i mnogih ljudi sa sličnim potrebama i ciljevima koji nalaze da je dobar posao investiranje u ove fondove i kvalitetnije upravljanje investicijama od ljudi, individua pojedinačno što je obostrano dobro i što značajno smanjuje troškove. Investicione kompanije ostvaruju svoje ciljeve bazirane na mogućnošću širenja svog ulaganja posredstvom raznovrsnih hartija od vrijednosti, minimizirajući rizik i obezbjeđujući kontinuiranu profesionalnu superviziju u selekciji i realizaciji svojih investicija. Efektivno, uspješna kompanija je jedan širok investicioni račun, svojina mnogo individua čije akcije sa prihodima i rashodima, profitima i gubicima odražavaju proporciju njihovih individualnih akcija na računu. To je put koji obezbjeđuje za sve, bez obzira na razloge, prednost u zdravstvenom osiguranju i širok dijapazon institucija na duži vremenski period. Posmatranje jedne korporacije navodi na zaključak da investiciona kompanija emituje akcije koje su njena svojina. Akcije reprezentuju neke pojedinačne interese investicionog računa ili portfolija akcija. Akcionari dobijaju prihod sa računa, poslije oduzimanja određenih troškova, u formi periodičnih dividendi. Investicioni profiti, rast efektivnih cijena akcija i distribucija profita akcionarima mogu nastati jedino nakon realizacije. Prodajom akcija svoje prihode ostvaruju savjetnička kompanija i upravljački servis koji je posredovao u procesu. Sve upravljačke investicione kompanije su pogodne za prethodni opšti opis, ali različiti tipovi kompanija i investicionih ciljeva su odraz različitih namjera investitora. Kao što ne postoji stvar ili pojava koja je tipična tako i ne postoji tipična investiciona kompanija ili zajednički fond.

Zajednički fond ili više formalno otvorena investiciona kompanija nema fiksiran broj akcija. »Zajednički fondovi pružaju mogućnost preinačavanja sopstvenog portfelja «.¹² Fluktuacije se odvijaju dnevno i u najvećem broju slučajeva fondovi konstantno kreiraju nove akcije za investitore koji žele da ih kupe. S toga u svakom slučaju akcije egzistiraju spremne za kupovinu po njihovoj tekućoj vrijednosti. Generalno, zajednički fondovi imaju otvorenu kapitalizaciju. Najveće američke investicione kompanije su zajednički fondovi ali oni mogu biti strukturirani na drugi način. Tipično, kompanija permanentno nudi svoje akcije ali ne postojećim akcionarima. Njena kapitalizacija je zatvorena osim u rijetkim slučajevima prilikom kojih se vrši dodatna emisija akcija. Postojećim akcijama zatvorenih kompanija se trguje na berzi ili na vanberzanskom tržištu. Ostale varijante zajedničkih fondova predstavljaju »pojedinačne račune « koji asociraju na različite osiguravajuće proizvode, posebno na varijabilne anuitete. Pojedinačni računi odražavaju kompanije životnog osiguranja uz dozvolu da osiguranik sa izvjesnim osiguranjem i planom anuiteta izabere kako da investira svoju gotovinsku vrijednost.

Rastući rang akcionara investicionih kompanija reprezentuje struktura investitora u tržišnim ekonomijama. Sve ekonomske veličine vjerno odražavaju iskustvene pokazatelje. Pojednostavljeno, glavni akcionari imaju umjerene prihode. Postoje mnogi zajednički investitori sa širokim blokom akcija. Mnogi fondovi su individualnog karaktera i imaju račun sa više od 100 000 dolara. Individualni investitori mogu biti sa širokim portfoliom zajedničkih fondova što je odličan put za postizanje unapređenja diverzifikacije na strani njihovih holdinga individualnih akcija. Penzioni i profitni akcionarski fondovi podrazumijevaju institucije javnog i privatnog sektora koji koristeći zajedničke fondove ostvaruju objektivno investicioni plan.

Rast investicionih kompanija se podudara sa erom rapidnog industrijskog progressa. Od 1948 godine kada je egzistirala oko jedna stotina uspješnih investicionih kompanija njihova ukupna imovina bila je 1.5 bilion dolara. Na kraju 1999 godine imovina otvorenih i fondova iznosila je 6.846 triliona što je 24% više u odnosu na prethodnu godinu.¹³

Mnogi ljudi, danas, zarađuju mnogo novca što rezultira povećanjem životnog standarda i povećanjem štednog potencijala raspoloživog za investicije. Veliki nacionalni proizvod omogućava ljudima i kompanijama projektovanje ulaganja na duži vremenski period. U SAD - u milioni građana imaju povoljno trasiran demokratski i ekonomski put naprednog učestvovanja u progresu. To je put kojim sadašnji i budući investitori mogu izbjeći neke zamke i opasnosti na nepoznatom polju ulaganja. Taj moderan put investiranja je investiciona kompanija.

2.1. Zajednički fondovi - pojmovo određenje

Zajednički fond je otvorena menadžment kompanija koja sakuplja ukupni novčani ulog više investitora i plaća najmove investicionim savjetnicima koji pokušavaju postići jedan ili više finansijskih ciljeva. Ovi finansijski ciljevi mogu biti široko klasifikovani kao:

1. Tekući prihod;
2. Kapitalna apresijacija ili rast;
3. Očuvanje kapitala;

Tekući prihod se dobija od kamate ili dividende plaćene po osnovu određenih hartija od vrijednosti koje su u portfelju fonda. Ovaj prihod se distribuira mjesečno, kvartalno ili periodično zavisno od vrste fonda.

Kapitalna apresijacija je povećanje vrijednosti hartija u fondu što se reflektuje na ukupnu vrijednost fonda. Očuvanje kapitala predstavlja održavanje vrijednosti fonda bez

¹² Moris M.K., Siegel A.M. and Dabić S.: " U obliku novca", str. 104

¹³ Wiesenberger Investment Companies Service: " Investment Companies Yearbook 2000 ", pg. 11

obzira na tržišne uslove. To je važno za razumijevanje ciljeva fondova prema redosledu prioriteta korektnih ciljeva svakog investitora pojedinačno. Zajednički novčani ulog je ključna poluga investiranja zajedničkih fondova. Udruživanje finansijskih resursa hiljada akcionara sa različitim računima i ciljevima omogućava benefite koji se mogu ostvariti uz:

- Uspješnu ekspertizu profesionalnih menadžera novcem;
- Široku diverzifikaciju na tržištu hartija od vrijednosti;
- Raznovrsne servise koje pružaju pojedine institucije samo imućnim individuama i institucionalnim investitorima. S toga, individualni investitori koji žele ostvariti tekući dohodak kao benefit iz diverzifikacije, likvidnosti i profesionalnog menadžmenta traže satisfakciju od zajedničkih fondova.¹⁴

Investicioni savjetnici fonda agažuju portfolio menadžere koji usmjeravaju portfelj fonda u različite akcije, obveznice, ili ostale selektirane hartije velikog broja kompanija, vladinih agencija i autoriteta. Specifična selekcija hartija od vrijednosti je vjerovanje savjetnika da će doći do preklapanja ciljeva fonda sa ciljevima prezentiranim u fondovskom prospektu. Investitori zajedničkih fondova su vlasnici odgovarajućeg procenta potfolija fonda kako u akcijama tako i u prihodu i dobiti prema odgovarajućem procentu, nakon oduzimanja operativnih troškova i izvjesne provizije koju sa sobom nosi investiranje u određenu klasu hartija od vrijednosti. Isto tako, svi investitori neke klase fondovskih akcija očekuju prihod iz povraćaja ili prinos po akciji, bez obzira na investirani račun.

Postizanje ovih ciljeva portfolio menadžeri ostvaruju investirajući 25, 50, 100 ili više različitih hartija od vrijednosti praveći diverzifikaciju između kompanija i sektora uz redukovanje investicionog rizika. Ali diverzifikacija nije jednostavna kao igra brojevima. Ovih 50 različitih opštih akcija mogu obezbijediti diverzifikaciju između kompanija ali ne i potrebnu diverzifikaciju između sektora. To nije reprezentativna diverzifikacija za imovinu klase. Neki fondovi biraju diverzifikaciju svojih investicija u specijalizovane segmente tržišta hartija od vrijednosti. Na primjer, jedan fond može investirati djelimično u industriju papira, automobila, brokeražu ili usluge. Drugi može koncentrisati svoje ulaganje na temu lizinga ili energije, ili nekog sektora (segmenta) ekonomije, poput nekretnina ili industrijskih materijala. Postoje specijalni zajednički fondovi koji manje diverzifikuju ili više rizikuju od ostalih zajedničkih fondova. Oni obezbjeđuju veću diverzifikaciju između sektora upravo posredstvom jedne ili dvije hartije od vrijednosti. Neki fondovi često investiraju u akcije ostalih zajedničkih fondova efikasno tražeći diverzifikaciju preko kolektivne procjene i vještine različitih portfolio menadžera, pri čemu je namjera jednog fonda da investira u drugi limitirana zakonom.

Objektivno značajan izvor za portfolio menadžere i investitore je prospekt fonda. Menadžeri "novca" ga koriste kao objektivni vodič u izboru investicija za portfolio fonda. Investitori koriste ograničenja fonda koji je prikladan za njihove potrebe. Iskustvo investitora će objektivno uticati na način na koji se selektuje fond i upravlja portfoliom, vrstu hartija koja je u svojini i kako se performanse fonda reflektuju na projektovane ciljeve.

Od mnoštva definicija zajedničkih fondova opredjeljujemo se za definiciju prema publikaciji Investment Company Institute objavljenju 2000 godine u Directory of Mutual Funds: " Zajednički fond je investiciona kompanija koja pravi investicije individua i institucija čije obične akcije postižu finansijske ciljeve. Ukupan ulog fonda je investiran na različite račune. Profesionalni menadžeri novcem koriste ukupan novčani ulog za kupovinu različitih akcija, obveznica, ili novčanih instrumenata a potom svojom procjenom pomažu akcionarima fonda da postignu sopstvene ciljeve." ¹⁵

¹⁴ Scott D.L.: " The Guide To Invest in Bonds", pg.93

¹⁵ Vujovich D.: " Straight Talk About Mutual Funds" , pg. 16.

2.2. Background industrije zajedničkih fondova

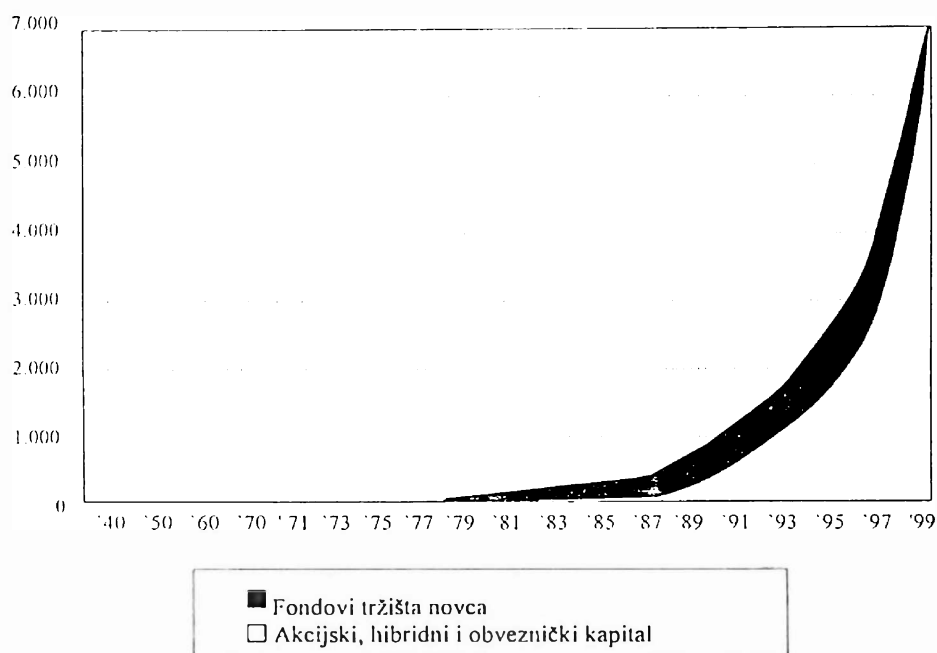
Američka industrija zajedničkih fondova je doživjela ogroman uspjeh, počev od nastanka prvog fonda organizovanog u Bostonu u marta 1924 godine koji je posjedovao moderan portfolio od 45 akcija i imovinu od 50 000 dolara. Ovaj fond i obilje organizovanih fondova koji su rezultat koncepta njihovog nastajanja u 19 vijeku u Engleskoj. Prvi fond u Velikoj Britaniji je organizovan 1868 godine pod nazivom The Foreign and Colonial Government Trust. Nekoliko godina kasnije, novac investiran u Engleske i Škotske investicione kompanije (ili povjerilačke fondove, koji su pod tim imenom tamo poznati) doprinosi finansiranju američke ekonomije nakon građanskog rata. Investitori u ovim britanskim kompanijama doprinose finansiranju američkih farmi, željezničkih pruga i ostale industrije. Tokom uspješne 1920 godine bankari, brokeri i investicioni savjetnici, su, primarno u Nju Yorku, Bostonu i Filadelfiji servisirali rastuće investicione potrebe Amerikanaca, koje su uskoro uključile i zajedničke fondove. Nedugo zatim je bio organizovan i prvi, prethodno navedeni, američki fond nešto prije berzanskog kraha 1929 godine. Uprkos vraćanju unazad i oslanjanju na godinu depresijacije koja je nastavljena, mnoge efikasne upravljačke investicione kompanije održale su svoj obrazac rasta i usluga bez obzira na dramatičnu poslovnu godinu.

Finansijska dislokacija nastavljena velikim krahom podstiče užurbanost Vladinih aktivnosti koja sve više respektuje finansijske institucije, tržišta i investicione kompanije zasnovane na njihovom povjerenju. 1936 godine u predkongresnom mandatu, Komisija za hartije od vrijednosti, preduzela izradu specijalne studije o investicionim kompanijama, koji su kulminirale Zakonom o investicionim kompanijama 1940 godine. Nešto kasnije, tim profesionalaca koji je u saradnji sa komisijom radio na nacrtu zakona odlučio je da formira permanentni odbor koji će stalnom kooperativnošću sa Komisijom za hartije od vrijednosti formulisati pravila i regulativu koja bi bila poželjna za implementaciju u budućem periodu. Odbor bi prerastao u izvor permanentnih informacija o trendovima i federalnoj regulativi koja se tiče zajedničkih fondova. Ova pionirska grupa je prerasla u Institut investicionih kompanija čije je sjedište u Vašingtonu.

Institut investicionih kompanija je nacionalna asocijacija koja reprezentuje zajedničke, povjerilačke i zatvorene fondove. **Januara 1999 institut je brojao oko 6.746 zajedničkih fondova u svojstvu člana sa ukupnom aktivom od oko 6.3. triliona dolara.** Pored zajedničkih fondova članovi instituta su i investicioni savjetnici i glavni jemci (osiguravači) koji prodaju i distribuiraju hartije direktno javno ili posredstvom brokera odnosno dilera za hartije od vrijednosti. Aproximativno oko 95% svih američkih zajedničkih fondova su postojeći članovi Instituta. Povjerilački fondovi i zatvoreni fondovi koji javno trguju su, takođe, članovi. Misija Instituta za reprezentativne članove i njihove akcionare ogleda se u obezbjeđenju informacija o pravilima, regulativi, porezima, javnim informacijama, marketingu, treninzima, ekonomskom i marketing istraživanju... Pored toga, Institut je obračunska kuća za industrijske informacije i servis, kao i izvjestilac i istražitelj u mnogim problematičnim slučajevima za članove, njihove akcionare i investicionu javnost.

U početku, zajednički fondovi su obezbjeđivali investiranje na tržište kapitala, ali novi koncept od 1972 godine ukazuje na dramatičnu industrijsku promjenu - zajedničke fondove tržišta novca. Ova ideja je proširila industriju u dva pravca. Prvo, investitori novih zajedničkih fondova ustupaju novac fondovima i pokušavaju dobiti kratkoročne adekvatne kamate. Drugo, fondovi tržišta novca podstiču kreativne promjene u samoj industriji fondova. To se dešava u nastavku razvoja poreskih oslobođenja fondova tržišta novca

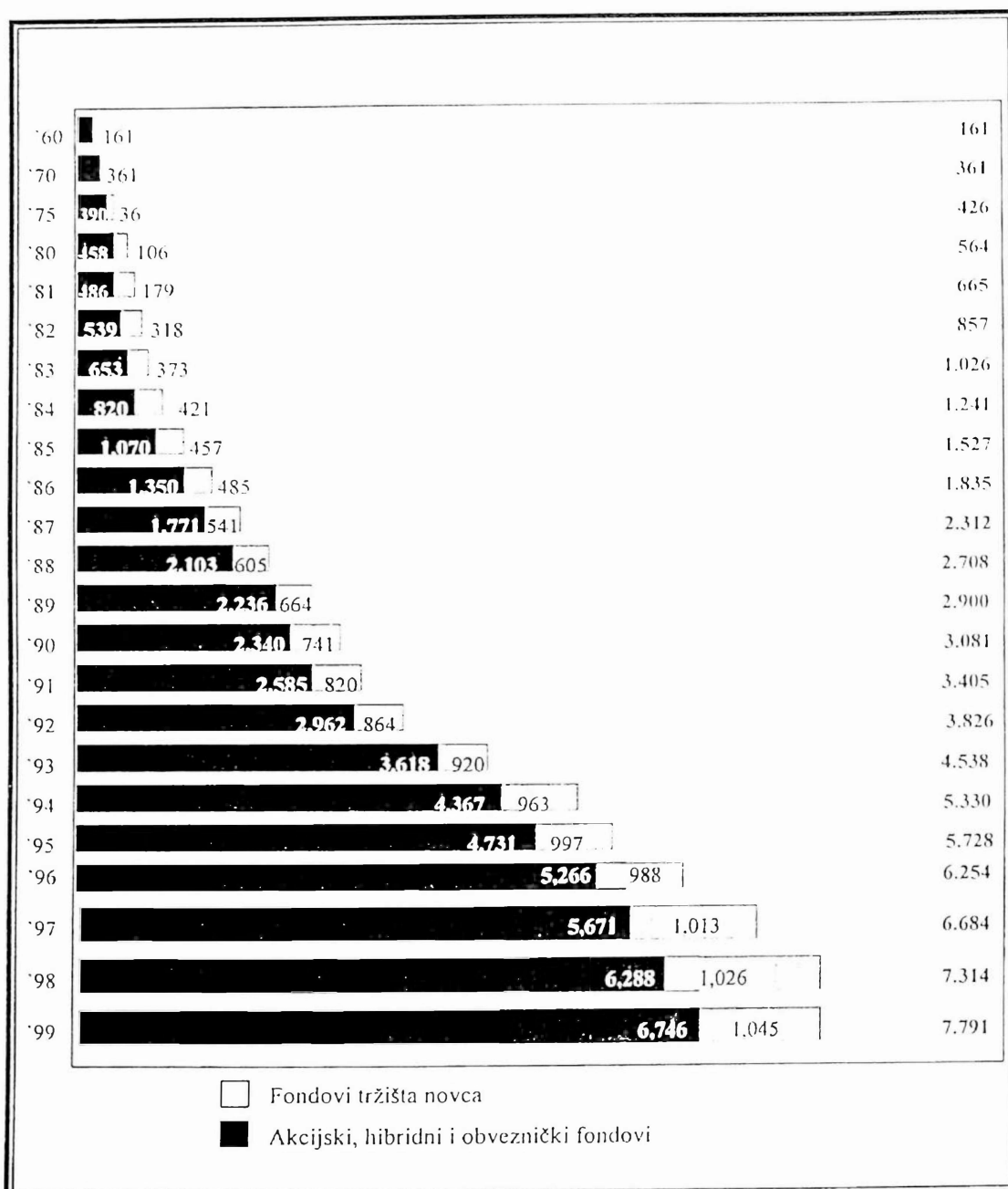
Ginnie Mac Mutual Fund) u ranim 80 - tim i specijalnim ili sektorskim fondovima kroz ovaj period. Malo kasnije indeksni fondovi, fondovi sa hipotekarno prilagodljivom ratom i internacionalni fondovi izbijaju na površinu kao značajan činilac u industriji zajedničkih fondova.



SI.2.1. Aktiva zajedničkih fondova (bilioni dolara)

Rast industrije zajedničkih fondova počev 1940 godine postaje dramatičan. Od 448 miliona dolara aktive i 296.000 akcionarskih računa u 1940 godini, u industriji zajedničkih fondova kao reprezentativnom članu Instituta investicionih kompanija, došlo je do uvećanja od 1 bilion dolara aktive 1945 godine i jedan milion računa 1951 godine.¹⁶ Početkom 70 - tih godina industriju je već komponovalo blizu 400 fondova sa više od 50 biliona dolara a na kraju 1999 godine industrija je bila predstavljena sa 7.791 fondova (sa fondovima tržišta novca) i oko 6,34 triliona dolara aktive. Ovo obilje fondova je nastavljeno raznovrsnom ponudom za svakog investitora kako bi on mogao prepoznati pravu adresu za realizaciju svojih pojedinačnih interesa i ciljeva.

¹⁶ Hirsch M.D.: "Multifund Investing", pg. 63



Sl.2.2. Broj zajedničkih fondova¹⁷

¹⁷ Investment Company Institute
36

2.2.1. Profesionalni menadžment

Profesionalni menadžeri upravljaju novcem su jedna od odlika koja čini zajedničke fondove atraktivnim za investitore, posebno mnoge individue koje nemaju vremena i resursa za analizu tržišta hartija od vrijednosti, evaluaciju ekonomskih trendova i razvoj portfolija koji može zadovoljiti njihove finansijske ciljeve.

Podjednake individue koje donose investicionu odluku mogu imati težak osjećaj izvan tržišta sa trendovima koji vode prema " *institucionalizaciji*". Institucije-banke, osiguravajuće kompanije, penzioni fondovi i zajednički fondovi ukupno - igraju izuzetno značajnu ulogu na tržištima hartija od vrijednosti. Kada se angažuje veliki volumen trgovanja i širok kupovno-prodajni program, moguća neobaviještenost kreira rapidne fluktuacije cijena hartija. Promjene u korporativnom upravljanju, preduzeta aktivnost i ostali iznenadni događaji mogu, takode, rezultirati rapidnim tržišnim pomjeranjima. Prosječan investitor nalazi u povećanju razlika determinantu kako se aktivnost institucionalnog tržišta i fundamentalne ekonomske promjene odražavaju na individualne hartije i industriju. Odgovor na mnoga pitanja su iznajmljeni profesionalni portfolio menadžeri koji investiraju posredstvom zajedničkih fondova.

Investicioni savjetnici fonda su zaposleni portfolio menadžeri i podrška istraživačkom osoblju u definisanju performansi ekonomskog i finansijskog istraživanja. Njihov cilj je sakupljanje podataka za donošenje inteligentne investicione odluke o hartijama koje su ili će biti u portfoliu fonda. Donošenje takve odluke, razvojno-investiciona analiza bazirana je na ekonomskim trendovima - kamatnoj stopi, inflaciji, ekonomskom rastu i ocjeni kako individualne kompanije i ostalih emitenata hartija od vrijednosti i budućim uticajima. Menadžeri prate široko, ne samo generalne poslovne, nego i trgovačke publikacije, istraživačke izvještaje i preglede. Njihov posao zahtijeva održavanje stabilnih tokova finansijskih informacija, kompanijskih izvještaja i evidenciju sa različitim publikacijama vladinih agencija. Oni studiraju finansijske iskaze, poslovne strategije, marketing filozofiju i ostale analize presjeka poslovnih izvršenja uključujući i konkurenciju. Obično oni idu direktno na intervju kompanijskih izvršilaca i analizu razvoja u smislu koliko se kompanijom dobro upravlja.

Portfolio menadžeri su odgovorni za dnevno donošenje odluka o kupovini i prodaji hartija od vrijednosti. Oni donose odluke bazirane na fondovskim ciljevima, koji su elaborirani u prospektu i istraživanju portfolio menadžera. Neki fondovi upravljaju jednim ključem individualno (ponekad se to naziva "zvijezda" sistem), dok drugi fondovi upravljaju kao grupa individua (onda je to "odbor" sistem). Kada fondovima upravlja "zvijezda" onda oni nemaju strah da investitori mogu iskupiti svoje akcije i investirati negdje drugo ako zvijezde menadžeri napuste fond. Fideliti fondovi, na primjer, su bili veoma zainteresovani za mogućnost dezertstva akcionara iz popularnog Magelan fonda, kada se zvijezda menadžer, Piter Lynch pripremao na povlačenje ranih 90-tih. Gubljenje menadžera nije uvijek katastrofa, jer novi iznajmljeni menadžeri i sposobne individue mogu dovesti na visoki nivo istraživačko osoblje fonda. U stvari, cilj promjene je da se obezbijedi portfolio fonda koji garantuje ispunjenje projektovanih ciljeva investitora.

Menadžeri fonda su odgovorni za sve aspekte portfolio diverzifikacije hartija od vrijednosti, kupovno-prodajnih odluka, rizika vs. povraćaja, ali samo neki od fondovih menadžera snose glavnu odgovornost. Razumljivo je što su neki portfolio menadžeri veoma dobro nagrađeni. Pozitivni rezultati idu u cjelini na njihov račun. To utiče na povećanje njihove reputacije i performansi. Naročito se to odnosi na tekuće performanse koje moraju biti konstantno superiorne. Dobar menadžer je realan ključ uspjeha svakog fonda.

2.2.2. Diverzifikacija

Diverzifikacija je bazični investicioni princip svih zajedničkih fondova. Profesionalni portfolio menadžeri kombinuju novac akcionara investirajući u mnoge hartije od vrijednosti. Diverzifikacija je provjeren metod redukcije rizika neodoljiv od ostalog investiranja koji uvećava povraćaj na vrlo visok nivo.¹⁸ Diverzifikacija može poprimiti različite forme:

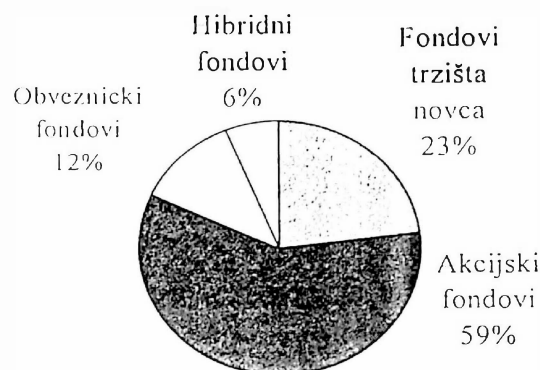
1. Diverzifikacija kroz hartije od vrijednosti različitih emitenata –pri čemu je obimnost federalne i državne regulative opredjeljuje ovaj tip diverzifikacije. Zakon o investicionim kompanijama iz 1940 godine propisuje minimum diverzifikacionih standarda koje zajedničke fondove kvalifikuje kao diverzifikacione kompanije. Pored toga, poreski zakon je pouzdana mjera diverzifikacije za fondove, pri čemu favorizujući poreski tretman nastaje i prema regulativi investicionih kompanija za različite države. S toga je nametnut diverzifikacioni zahtjev za nudenje akcija unutar njihovih granica. Komisija za hartije od vrijednosti zabranjuje oporezivim novčanim fondovima investiranje više od 5% imovine u hartije od vrijednosti jednog emitenta. Zajednički fondovi obezbjeđuju emisiju diverzifikaciju i moraju biti klasifikovani kao regulisane investicione kompanije. Neki nesektorski zajednički fondovi nemaju diverzifikovan portfolio kako bi se moglo očekivati. Neki od njih koncentrišu 25% ili više svoje imovine u jednu ili dvije industrije. Kao rezultat toga njihove svojinske performanse zavisi uglavnom od sudbine te industrije ili industrija. U ljeto 1997 godine neki nesektorski fondovi su imali 40%, 50% ili čak 70% svog portfolija u tehnološkim akcijama. Profesionalni investitori moraju biti svjesni ovih mogućnosti i ograničenja koje pogodaju fondove periodično kao odgovor na široku industrijsku koncentraciju portfolija i njihov procenat.

2. Diverzifikacija kroz različite industrije - većina akcijskih fondova diverzifikuju svoj portfolio uključujući akcije emitovane od kompanija u mnogim različitim industrijama. Većina portfolia korporativnih obveznica, takode, uključuje emitente iz različitih vrsta biznisa, dok obveznice lokalnih fondova (ostali državno specifični fondovi) uključuju hartije emitovane od različitih državnih i lokalnih vlasti. Dok je široka diverzifikacija prisutna u većini slučajeva, neki fondovi fokus svog investiranja posvećuju specifičnim industrijama, temama, tržišnim segmentima ili geografskim regionima. Nekada je to spoljni sektor fonda, a fond može koncentrisati jednostavno dio svoje imovine u jednu ili dvije industrije, pa se prema tim performansama formira njegov uticaj. Ako fond namjerava koncentrisati (investirati 25% ili više svoje imovine) u pojedinačne industrije onda on tu činjenicu mora objaviti u svom prospektu.

3. Diverzifikacija u različite tipove imovine - neki fondovi svoj kapital ulažu u različite tipove aktive. Radije svojinu ulažu samo u akcije, ili samo u obveznice a balansirajući fondovi će imovinu ulagati i u akcije i u obveznice. Imovinski fondovi svoju moć ostvaruju kombinujući američke akcije, internacionalne akcije, akcije plemenitih metala, hipotekarne akcije i gotovinske ekvivalente. Ovakav pristup obezbjeđuje široku diverzifikaciju za jedan fond. Jedan od glavnih razloga za rast zajedničkih fondova su mnogi servisi i pogodnosti koje oni nude akcionarima. Slobodna cijena telefonskog broja čini ih jednostavnim i pogodnim za akcionare u smislu pribavljanja informacija i pravljenja transakcija. Ova vrsta pomoći je izvodljiva u večernjim satima i danima vikenda u najvećem broju slučajeva. Fond, takode, daje akcionarima mogućnost raspolaganja njihovim novcem. Zavisno od fonda, ovo raspolaganje se obezbjeđuje kroz privilegiju raspolaganja čekovima, telefonske otkupe, telegramske transfere i ostale sistemske planove povlačenja. Ukoliko akcionari žele objektivnu promjenu, novac može biti transferisan od jednog do drugog fonda, najčešće samo jednim telefonskim pozivom. Fondovi takode, do

detalja čuvaju zapise za svaki račun. Ovaj i ostali servisi koji će na narednim stranicama ovog rada biti opisani doprinose popularnosti zajedničkih fondova.

Termin zajednički fond nije sinonim za akcionarski fond. Faktički, na kraju 1999, samo 59% od 6.8 triliona dolara imovine zajedničkih fondova su bili akcionarski fondovi.



Sl.2.3. Diverzifikacija aktive fonda

Nekih 12% su činili obveznički fondovi, dok su ostatak povlačili fondovi tržišta novca i hibridni fondovi.

S tim u vezi je i predstava o portfolio menadžerima i konstatacija koja vlada da su oni mladi i nezreli netačna. Izvještaji relevantnih publikacija govore prosječna starost portfolio menadžera neznatno veća od 44 godine - što predstavlja nešto iznad energičnog perioda. Nasuprot, frekventnim izvještajima skorašnji investitori zajedničkih fondova nijesu početnici. Preko dvije trećine akcionara su kupovali svoje prve fondovske akcije prije 1990 godine. Radi se o zrelim investitorima u fondove, pri čemu 56% ima individualne akcije a 74% posjeduje individualni penzioni račun. Sledećih 20% tekućih akcionara kupuje svoje prve akcije fonda između 1990 i 1992 godine. Raniji izvještaji Instituta investicionih kompanija pokazuju da 53% akcionara zajedničkog fonda koji su obavljali svoje prve kupovine između januara 1992 godine i aprila 1994 godine su već imali individualne akcije.¹⁹

2.3. Pravna regulativa zajedničkih fondova u SAD

Industrija zajedničkih fondova je u Sjedinjenim Američkim Državama izuzetno pravno regulisana. Izvor visoke regulacije je Komisija za hartije od vrijednosti, čije administriranje ima karakter federalnog zakona o hartijama od vrijednosti. Postoji pet federalnih zakona koji tretiraju organizaciju i poslovanje zajedničkih fondova:²⁰

- Zakon o investicionim kompanijama iz 1940 godine;
- Zakon o hartijama od vrijednosti iz 1933 godine;
- Zakon o trgovanju hartijama od vrijednosti iz 1934 godine;
- Poreski zakon o internim prihodima.

¹⁹ Fortune – Investors Guide, feb. 1999.

²⁰ Compilation of Securities Laws Within The Jurisdiction of the Committee on Commerce

Pored toga, pravila su uspostavljena od strane Nacionalne Asocijacije Diler (National Association of Securities Dealers - NASD), organizacije koja obezbjeđuje značajna pravila ponašanja u industriji hartija od vrijednosti, bankarstvu i štedno-kreditnim asocijacijama. Na narednim stranicama će biti razmotreni fenomeni pravne prirode koji omogućavaju efikasno funkcionisanje prethodno tretiranih finansijskih institucija.

Zakon o investicionim kompanijama do detalja reguliše strukturu i operacije zajedničkih fondova. Obično je to kompleks pravila Komisije za hartije od vrijednosti koji se u potpunosti mora poštovati. Zajednički fondovi su finansijske institucije čija je suštinske regulativa usmjerena u javno sprečavanje obmana i iznad je odredbi karakterističnih za većinu federalnih i državnih zakonodavstava koji se tiču poslovanja hartijama od vrijednosti. Ova regulativa nameće restrikcije, ne samo za zajedničke fondove, već i za njihove investicione savjetnike, glavne garante, direktore, službenike i uopšte zaposlene. Zajednički fondovi predstavljaju klasu investicionih kompanija definisanih ovim zakonom kao "menadžment kompanije" koji su unaprijed klasifikovani na diverzifikovane i nediverzifikovane. Diverzifikovane kompanije su one koje raspolažu sa 75% vrijednosti svoje ukupne imovine oličene u gotovini ili gotovinskim ekvivalentima (koji su izvjesno naplativi), u državnim hartijama, hartijama investicionih kompanija, ostalim hartijama, koje su limitirane po jednom emitentu na ne više od 5% fondovske imovine i ne reprezentuju više od 10% hartija od vrijednosti sa pravom glasa. Fondovi koji ne ispunjavaju ove standarde klasifikovani su kao "nediverzifikovani". Nediverzifikovani fondovi, po svojoj prirodi, posjeduju viši rizik u odnosu na diverzifikovane fondove. Izvjesna politika fondova tretirana u ovom zakonu je nepromjenljiva osim afirmacije glasanja kod zajedničkih fondova odnosno tretmana hartija od vrijednosti sa pravom glasa. Na primjer, akcionarski pristup zahtijeva promjenu subklasifikacije fondova kao otvorenih kompanija, njihove subklasifikacije na diverzifikovane i nediverzifikovane kompanije, politike fondovskog dizajniranja poznate kao "fundamentalna" ili priroda njihovog posla koja može dovesti do toga da investiciona kompanija prestane sa radom.

Zakon iz 1940 godine zabranjuje zajedničkim fondovima ulaganje u hartije od vrijednosti brokera/dilera, investicionih savjetnika, osiguravajućih i ostalih investicionih kompanija. To se, takođe, odnosi na izvjesne tipove politike fondova. (različita državna regulativa, specifični propisi, administrativne interpretacije i direktive i ostale investicione restrikcije koje se odnose na poslovanje i ponudu akcija zajedničkih fondova u specifičnim zemljama) Ovaj zakon donosi specifične zabrane izvjesnih transakcija između fondova i investicionih savjetnika ili ostalih udruženih pojedinaca, u kojima fondovi i pojedinci iskazuju zajedničke interese. Zabrana ima intenciju da eliminiše ili ograniči moguće neopravdano sticanje profita operacijama zajedničkih fondova. Nadalje, udružene individue u fond ili udruženi subjekti kao takvi: (1) Ne mogu namjerno prodati ili nuditi od fonda neke akcije ili ostalu imovinu (izuzimajući sopstvene akcije fonda) i (2) Ne mogu pozajmljivati novac i ostalu imovinu od fonda;

Zakon zabranjuje zajedničkim fondovima prodaju akcija osiguranim nudenjem u kojima udruženi u fond participiraju kao glavni garant. U nastavku, taj limit Komisije se javlja kada neke udružene persone mogu simulirati brokere zajedničkog fonda. Konačno, u većini slučajeva ne više od 60% članova borda direktora mogu biti subjekti udruženi s fondom, njihovi savjetnici, ili neki brokeri/dileri. Izuzetak su izvjesni neopterećeni fondovi (fondovi čije hartije nijesu opterećene izvjesnom provizijom) koji imaju samo jednog direktora iz spoljnog okruženja. Zakon iz 1940 godine zahtijeva od inicijalnih akcionara ugovorni pristup svim investicionim savjetnicima i unapređenje zahtjeva u ugovoru, između ostalih slučajeva, specifičnu savjetničku kompenzaciju i obezbjeđenje za automatsko zaključivanje ugovora koje se prenosi ili prečava na 60 dana od prikazu fondu

- Održavanje detaljnih knjiga i zapisa u pogledu hartija u svojini fonda i fondovskih akcija koje su isplaćene;
- Osiguranje ovih akcija shodno pravilima Komisije za hartije od vrijednosti, kojim se reguliše vjerodostojnost službenika i zaposlenih i posebno starateljstvo nad fondovskom imovinom od banke ili brokerske kuće koja je član nacionalne berze;
- Slanje periodičnih izvještaja kako akcionarima tako i Komisiji;
- Sačinjavanje finansijskih obračuna o fondovskom periodičnom izvještaju za Komisiju i njihov periodični izvještaj akcionarima ovjeren od strane nezavisne revizorske kuće, koji mora snabdjeti izvještajem sistem unutrašnje računovodstvene kontrole zajedničkog fonda.

U nastavku odredbe ovog Zakona tretiraju procedure kod iskupa akcija koje moraju biti poslane više od sedam dana prije iskupa. Zakon je takode mješavina otvorenih kompanija (zajedničkih fondova) koje pozajmljuju novac od banaka i koriste ga u investicione svrhe, pomoću angažovane poluge. Neki fondovi koriste derivate na bazi leveridža efekata svog portfolija.

Zakon o hartijama od vrijednosti iz 1933 godine sa nekoliko izuzetaka, zahtijeva registraciju kompletne javne ponude hartija, uključujući javnu prodaju akcija zajedničkih fondova. Registraciona izjava je razumljiv javni dokument koji se tipično priprema nekoliko nedjelja ili duže. Zakon zahtijeva dostavljanje prospekta potencijalnim investitorima od strane emitenta, jemca ili dilera. Ovaj zakon, takode, propisuje tipove informacija koje mogu biti uključene u reklamu zajedničkog fonda, kao i informacije koje moraju biti uključene u oglas. Takode se uključuje opšta provizija protiv obmana. Kroz ovu proviziju, Komisija za hartije od vrijednosti može preduzeti odgovarajuće sankcije prema prodavcima koji lažno predstavljaju svoje akcije ili obmanjuju potencijalne investitore.

Zakon o trgovanju hartijama od vrijednosti iz 1934 godine reguliše brokersko/dilersko poslovanje, uključujući glavne jemce zajedničkih fondova i zahtijeva njihove registracije kod Komisije za hartije od vrijednosti. Počev od 1982 godine od svih brokera i dilera se zahtijeva da se pridruže nacionalnoj berzi i nacionalnoj asocijaciji dilera hartijama od vrijednosti. Članstvo u ovoj asocijaciji brokera i dilera podrazumijeva poštovanje pravila koja su nerijetko strožija od sličnih pravila Komisije. Na primjer, nacionalna asocijacija ustanovljava specifične limite prodaje akcija zajedničkih fondova. Registracija brokera/dilera u skladu sa ovim zakonom zahtijeva finansijsku odgovornost, održavanje obimne dokumentacije i zapisa koji se reflektuju na njihovu finansijsku poziciju i transakcije klijenata, detaljne podatke, izdvojene hartije kupaca za adekvatne starateljske regulatore, godišnje finansijske izvještaje za Komisiju za hartije kao primarnog regulatora, udruženje dilera ili jednu od berzi. U nastavku, sve personalne prodaje i istraživanja kroz kontakt sa javnošću moraju demonstrirati svoje kvalifikacije pregledom dostavljenim nacionalnoj asocijaciji dilera. Brokeri /dileri angažovani u trgovini opcijama i hartijama lokalnih vlada kao principal, takode, moraju biti prezentirani licenciranim supervizorima. Ova dva službenika treba da posjeduju specijalne klasifikacije ovjerene od strane nacionalne asocijacije dilera. (Različite države zahtijevaju različite kvalifikacije i finansijske odgovornosti za svoje brokere odnosno dilere) Zakon, takode, definiše zahtjeve za zastupanje na godišnjim i ostalim susretima akcionara fonda. Provizija, zajedno sa relativnom provizijom, iz Zakona o investicionim savjetnicima, zahtijeva podatke i diktira koje informacije moraju biti objelodanjene kada se pojave zahtjevi akcionara zajedničkih fondova. Zastupljeni materijali moraju biti prethodno dostupni Komisiji za hartije od vrijednosti.

Zakon o investicionim savjetnicima iz 1940 godine sa malim izuzecima zahtijeva registraciju svih investicionih savjetnika, uključujući izvještaje zajedničkih fondova.²¹

Ovaj zakon posjeduje raznovrsne odredbe koje sprečavaju obmane investicionih savjetnika i od njih zahtjeva odgovarajuće izvještaje, čuvanje dokumentacije, obezbjeđenje podataka i dr.

Poreski Zakon o internim prihodima iz 1954 godine odnosno 1986 godine respektuje premije akcionara zajedničkog fonda u nekim poreskim pozicijama kada se oni javljaju kao direktni vlasnici hartija u portfoliju fonda. Zakon tretira, esencijalno, zajedničke fondove kao "cjevovode" pomoću koga se izbjegavaju nametnuta poreska opterećenja persona koje investiraju kroz zajedničke fondove. Ova opterećenja su mnogo manja nego u slučajevima direktnog investiranja. Zajednički fondovi koje zakon prepoznaje kao "regulisane investicione kompanije" dozvoljavaju smanjenje ili olakšanje na federalnom porezu na prihod na veličinu fonda, koji se distribuira kao neto prihod akcionarima. Kvalifikovanje regulisanih investicionih kompanija, fondove primorava na ispunjenje različitih zahtjeva, uključujući propisivanje diverzifikacije standarda i testova kao njihovih izvora prihoda. Fondovi, takode, moraju vršiti tekuću distribuciju svog neto prihoda i profita akcionarima. Svaki akcionar zajedničkog fonda dobija izvještaj od fonda o svojim poreskim obavezama. (Poreski zakoni mnogih zemalja obezbjeđuju jednostavan prihodni "cjevovod" u pogledu poreskog tretmana za zajedničke fondove i njihove akcionare)

Zakon "Plavog Neba" je u većini država adaptibilan Zakonu o hartijama od vrijednosti i reguliše ponudu akcija za svoje rezidente zahtijevajući registraciju brokera / dilera koji nude akcije u svojim državama i investicione savjetnike sa imovinom menadžmenta do 25 miliona dolara. U državama u kojima se primjenjuje zakon "plavog neba", države zahtijevaju od fonda obezbjeđenje kopija dokumenata dostavljenih Komisiji, saglasnost za servisiranje procesa i plaćanje provizije. U nastavku, države uzimaju puni autoritet za sankcionisanje prevara i obmana u uspostavljanju ponude ili prodaje hartija onih koje su podnesene od investicionog savjetnika.

Posrednički iskaz u maloprodaji kod nedepozitnih investicionih proizvoda donesen je 1994 godine od federalne banke i štedno regulatornih agencija kao zajednička izjava o relativnoj prodaji zajedničkih fondova i ostalih nedepozitnih investicionih proizvoda od strane federalne osiguravajuće finansijske institucije. Ovaj iskaz uključuje sledeće obaveze: (1) Kupci bi bili potpuno informisani o ovom proizvodu a ne federalna depozitna osiguravajuća korporacija i ne obligaciona niti garantna institucija i involvirani rizik, uključujući i moguće gubitke za principala. Ovo objavljivanje bi bilo upadljivo i konsekvantno i jasno prezentirano. (2) Bankarske blagajne ne bi sačinjavale specifične preporuke o nedepozitnim investicijama, kvalifikovanim kupcima i prihvatljivoj ponudi. (3) Prodaja nedepozitnog investicionog proizvoda bi bila locirana posebno od okruženja u kome postoji maloprodajni depoziti. (4) Banke i štedne asocijacije bi dobijale: prednosti u objelodanjivanju informacija o zajedničkim fondovima jasno diferenciranim od osiguravajućih depozita, dobijanje potpisanih iskaza kad je investicioni račun otvoren. Kupci bi dobili informacije i razumjeli objavljivanje, osiguranu personalnu prodaju i izvjesne kvalifikacije i trening, obezbjeđena inicijativa kompenzacionih programa koji su strukturirani prema zahtjevima i osigurane preporuke personalnih investicija, baziranih na temeljnom poznavanju pojedinačnih informacijama o kupcima. Implementacija sopstvenih investicionih programa podrazumijeva da banke usvoje poslovne politike i procedure učine konzistentnim sa zajedničkim iskazom.

Prednosti pravila koji se odnose na izvjesna pravila Komisije za hartije od vrijednosti u pogledu komunikacije proizvoda investicionih kompanija primjenljiva su na zajedničke fondove, različite proizvode osiguranja, unit investment trustove. Neka od ovih pravila su primjenljiva u svim oglasima, specifičnim objavama i cirkularnim pismima. Ovo je visokotehničko okruženje, sačinjeno od investicionih profesionalaca koji se mogu osloniti

na zakon ili odgovarajuće saglasnosti državnih sektora kao više nego eksplicitan vodič. Najbolje je da ne bude preuzet od konkurencije, već svako može emitovati sopstveni oglas za koji mu nije potrebna saglasnost. Naredna pravila obezbjeđuju značenja koja emitenti, garanti i dileri, izvan slanja prospekata, mogu notifikovati potencijalnim investitorima za izvjesne hartije koje se nude a navedene su u prospektu. Pravila ograničenja se odnose na specifične slučajeve. Kratak napis je generalan opis prihvatljiv za fond, ali nijesu performance relativnih informacija, uključujući rangiranja bilo kog tipa. U oglasu je moguće prilagoditi ograničenja i ponuditi prospekt u korišćenoj pogodnoj formi sa što više informacija oslobođenih suvišnosti koji ga opterećuju.

Ovako se privlače potencijalni kupci objavljivanjem prospekta i pažljivim čitanjem prije nego se pošalje novac. Sledeća pravila daju nove materijale o fondu ili uslugama koji se nude kupcima od strane sponzora kao dobre informacije o kategoriji fondova, poput fondova tržišta novca ili obvezničkih fondova. Specifični fondovi ne moraju uvijek biti imenovani. Pravila dozvoljavaju obezbjeđenje više informacija. Drugo ime za ove dodatke je "dopuna imidža". Prospekt ne zahtijeva ove dopune.

Pravila propuštena prospektom dozvoljavaju informacije samo ako je "supstanca" informacije u prospektu ili iskazu dopunska informacija. Kompletan prospekt mora biti objavljen. Pravila dozvoljavaju uključanje performansi informacija, dakle uključujući informacije zahtijevane izvještajem pri čemu nijesu potrebne performanse prošlosti kao ni indikatori budućnosti (osim za fondove tržišta novca). Tada glavna vrijednost može, fluktuirati za slučaj da se vrši iskup akcija, investitori mogu dati podatke koji se viši ili manje u odnosu na stvarne troškove. Pravila, takode, imaju specifične standarde za prezentaciju podataka performansi. (izvjesni zahtjevi za podacima moraju biti "istaknuti ekvivalentno") Na primjer, fondovi tržišta novca imaju prednost sedmodnevnog efektivnog dobitka i složenog efektivnog dobitka. Fondovi tržišta novca u dodatku moraju navesti da akcije fonda nijesu garantovane od strane države i da fond ne mora održati jedan dolar neto vrijednosti imovine. Ostali fondovi mogu imati prednosti u performansama, uz odgovarajuće limite: (1) Prosječan godišnji ukupni povraćaj može biti 1, 5 ili 10 godina (u periodu funkcionisanja fonda ili manje) odnosno manje kroz koji prolazi kvartalni kalendar procedura naveden u publikaciji; (2) Prednost prinosa fonda može biti prikazana samo kao "standardni prinos" za 30 dana baziran na kalkulaciji portfolija neto investicionog prihoda (ne distributivnog povraćaja) koji u sebi sadrži simbole totalnog povraćaja; (3) Ostali totalni povraćaj koji je dozvoljen, kao kumulativni totalni povraćaj podrazumijeva praćenje zahtijeva prosječnih godišnjih ukupnih povraćaja ili odgovarajućih ekvivalenata; (4) Poreski ekvivalentni prihod može biti prikazan, u standardizovanom prihodu i prosječnom godišnjem povraćaju koji je istaknuti ekvivalent.

Ako se sagledaju ovi dodaci prospektu i odgovornost subjekta za prospekt ne može se zaključiti da je to dovoljno informacija za izvještaj. Uspješna aplikacija može biti distribuirana samo u skladu sa punim statutarnim prospektom.²²

" *Pravilo prodajne literature* " - definiše standarde performansi Komisije koji su primjenljivi na dopunsku prodajnu literaturu ukoliko je literatura bazirana na jasnim podacima. Ovdje je moguće primijeniti "istaknute ekvivalente". Takode, literatura mora obezbijediti dodatne informacije neograničene prethodnim pravilima koji se odnose na pravila distribucije povraćaja, koja nijesu našla svoje mjesto u prospektu. Ova literatura mora da prethodi ili da prati prospekt.

" *Opšta pravila protiv obmane* " - se odnose na dodatne podatke o fondovima i donosi ih država u cilju realnih obećanja, sprečavanja obmana, netačnih tvrdnji i propusta o materijalnim činjenicama. U svakom slučaju dodatak mora biti istinit. Sva poredjenja su

kompletna i nepristrasna. Na primjer ako se u dodatku govori o benefitima investiranja u fond, mora se govoriti i o analizi rizika koje sa sobom unosi ulaganje u pomenuti fond.

"Pravilo prednosti investicionog savjetnika" - zabranjuje između ostalog, registrovanim savjetnicima cirkularne oglase koji upućuju na potencijalne servise investicionih savjetnika. Ovo pravilo je bazirano na koncentraciji o servisima u prošlosti i implikaciji na sve klijente koji očekuju efikasne rezultate u budućnosti. Dok njihova uloga nije jednostavna specifikacija fondova i njihove distribucije, službenici Komisije daju principe na kojima se zasnivaju dodaci za fondove, njihovu distribuciju i kontinuiranu prezentaciju (uvjerenje), koje mora sadržati dozvoljene dodatne informacije i uvjerenja u datom kontekstu.

Kontrolor optičaja - za bankarske fondove, zahtijeva dodatak punih informacija kupaca o : (1) Akcijama koje nijesu osigurane kod Federalne Depozitne Osiguravajuće Korporacije; (2) Akcije koje nijesu obligacije banaka; (3) Akcije koje nijesu garantovane od strane banaka; (4) Akcije koje involviraju investicioni rizik uključujući mogućnost gubitka za principala.

Nacionalna Asocijacija Diler - revija ove asocijacije svih članova (oni koji nijesu članovi moraju podnijeti svoj dodatak komisiji na razmatranje) i posjedovati odgovornost za pregled podataka dobijen kroz saglasnost Komisije za hartije od vrijednosti. Pravila asocijacije diler odnose se na standarde komunikacije sa javnošću. Ovi standardi se javljaju u obliku: (1) Generalnih i (2) Specifičnih standarda.

Generalni standardi se odnose na slučajeve kada se sva komunikacija odvija na bazi izvedenih činjenica. Standardi onemogućavaju izostavljanje materijalnih činjenica, preuveličavanje, neopravdanost, obmane ili pogrešne izvještaje. Rizik se, takode, ne smije previdjeti. Standardi se primjenjuju kroz seminare, javne istupe, oglase, radio i TV reklame. Ograničenja u komunikaciji su varljiva, pa relevantni faktori uključuju (ali ne limitiraju) sledeće: (1) Globalni kontekst iz koga se prave izvještaji; (2) Priliku iz koje je komunikacija direktna i (3) Ukupnu jasnu komunikaciju.

Specifični standardi zahtijevaju izvjesne podatke po uzansama nacionalne asocijacije diler. Standardi zabranjuju obećanja specifičnih rezultata ili prognoza, pretenzija da će prethodni rezultati biti ponovljeni u budućnosti, uveličavanja, neopravdana obećanja i superlative. Klauzule obezbjeđenja sprečavaju obmanjivanje i nekonzistentnost u ovom kontekstu. Kada se analizira periodični investicioni plan mora se objelodaniti stanje da plan neće obezbijediti profit. Plan, takode, neće obezbijediti ponovni gubitak na promjenljivom tržištu i u početku, on uključuje kontinuirano investiranje, pa investitor mora razmotriti finansijsku sposobnost tokom perioda sa manjim promjenama cijena. Investicioni povraćaj ne može biti nazvan poresko oslobođenje. Faktički, riječ je o obavezi koja je samo odložena. Ukoliko je došlo do izvršenja poreza onda to mora biti i objavljeno. Kada se vrši poređenje onda svrha poređenja mora biti jasna. Naime, dva fonda moraju biti prezentirana na pravedan, bilansni način i bez i jedne materijalne diferencijacije. (investiciona objektivnost ili razlika u performansama) Pored toga, ovi podaci moraju biti dostupni javnosti.

Direktive i rangiranja nacionalne asocijacije diler - se sastoje u tome što mnogi fondovi imaju prednost u grupi kompatibilnih fondova. Nacionalna asocijacija diler publikuje direktive koje se koriste za uspješno rangiranje zajedničkih fondova. Time se postiže obezbjeđenje komparacije grupe koja je pažljivo selektirana u odabiru najpovoljnijeg fonda. Direktiva zahtijeva da fond koristi široko baziranu komparacionu grupu, u periodu koji je dovoljan da se stekne kompletna slika i obezbijedi umjerena tekuća informacija o fondu. Iz dana u dan u rastućem biznisu, finansijski savjetnici i prodavci dolaze u sukob sa unaprijed definisanim pravilima i standardima.

moraju se izbjeći nevolje dajući kupcima da sami odlučuju: (1) Uvijek treba poslati prospekt sa svom prodajnom literaturom fonda. Regulativa komisije za hartije od vrijednosti zahtijeva da kupci dobiju prospekt sa prihvatljivom prodajnom literaturom. Ako su kupci akcija izvršili kupovinu bez prospekta onda im ga treba poslati sa potvrdom; (2) Nikada ne treba dati krive i pogrešne informacije o zajedničkim fondovima - niti pismeno niti usmeno. Riječ "garantovano" nije poželjna u komunikaciji na ove teme. Termin "siguran" je takode neprikladan i sadrži nerazdvojiv rizik u poslovanju fondova; (3) Sva reklamna i prodajna literatura mora biti odobrena. Neki pisani materijali koji sadrže pogrešne kategorije moraju biti prihvaćeni od strane glavnih brokera / dilera prije distribucije javnosti.

Arbitraža Nacionalne asocijacije dilera - pruža pomoć u razrješavanju sporova između investitora i njihovih brokerskih firmi rukovodeći se širokom arbitražom u industriji hartija od vrijednosti. Arbitraža je manje normalan i prirodno manje skup metod za rješavanje osporavanja od procedure civilnih sudova. Pravila su bazirana na jedinstvenom kodu arbitraže razvijene na Konferenciji o arbitraži industrije hartija od vrijednosti. Odluke arbitraže su konačne i jedino su limitirane izvještajima civilnih sudova. Tokom arbitraže, nepristrasna individualna saznanja osporavanje drži u saslušanju usmenih argumenata, evidencionih dokaza i podnošenja odluke. Ako je upućeni zahtjev za 10. 000 dolara ili manji (uključujući kamatu), investitor se može uzdržati saslušanja i izvršiti osporavanje bazirano na prezentiranoj dokumentaciji. Javni kupci imaju pravo da zahtijevaju od brokera / dilera da izlože relativizirana osporavanja za arbitražu ili novonastale detalje, samo ako se poslovna aktivnost odnosi na datog brokera / dilera. Osporavanja nijesu pogodna za arbitražu ukoliko je prošlo šest ili više godina od nastanka slučaja koji je predmet osporavanja. Arbitraža se, takode, može odbaciti ako je efikasnije primjenljiv državni ili federalni propis. Pravila Nacionalne asocijacije dilera zahtijevaju da svi brokeri i brokerske firme budu spremne na potčinjavanje arbitraži riješenih investicionih osporavanja svojih kupaca. Ukoliko kupac potpiše ugovor sa brokerskom firmom koja zahtijeva arbitražu kao rješenje osporavanja, kupci neće otpočeti bočno poravnanje u slučaju civilnih sudova. U dodatku početne arbitraže, investitor koji vjeruje da će obmana biti izvršena ili koji misli da će ostali investitori rizikovati, podnose zahtjev odgovarajućem regularnom autoritetu poput Komisije za hartije od vrijednosti, državne komisije ili neke samoregulativne institucije. Regulativne agencije zatim istražuju žalbe, garancije, cenzure ili suspenduju prekršioca.

Pitanje koje se nameće nakon tretiranja pravne infrastrukture je: " Da li zajednički fondovi mogu da brokerišu ?" Odgovor je vjerovatno ne i zato postoje sledeći dobri razlozi: (1) Za osobine fonda to je prekoračenje imovine - orjentaciono sve fondovske hartije bi opadale do nulte vrijednosti - ekstremno ne pristoji da je širok spektar hartija od vrijednosti u portfelju tipičnog fonda. Alternativno, odgovornost fonda bi prekoračila imovinu ako su fondovi visoke moći. Najčešće, Zakon o investicionim kompanijama iz 1940 godine, Komisija za hartije od vrijednosti i politika mnogih fondova ograničavaju korišćenje leveridža i ostalih derivata koji imaju moć efekta; (2) Imovina fonda se drži kod čuvara, poput banke, najčešće nezavisne od menadžment kompanije fondova. Kreditor menadžment kompanije ne regresira iznova njihovu imovinu; (3) Industrija zajedničkih fondova je visoko regulisana. Zakon o investicionim kompanijama iz 1940 godine, između ostale regulative, zajedničkim fondovima nameće manje restrikcije, posebno respektujući transakcije između fondova i njihovih službenika, investicionih savjetnika i njihovih partnera. Najčešća je specifičnost da je jedan broj članova borda direktora nezavisan od njihovih investicionih savjetnika ili glavnih jemaca; (4) Investitori čije akcije drže brokeri / dileri koji su članovi Korporacije za zaštitu investitora su unaprijed zaštićeni do 500 000

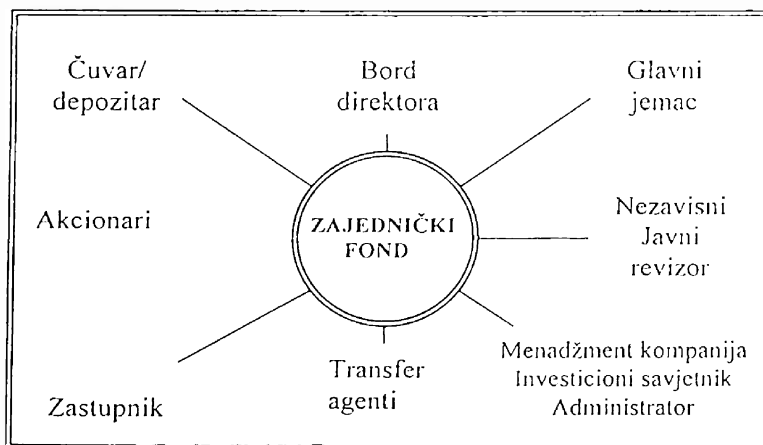
dolara za slučaj da dode do njihovog bankrota. Konačno, imovina fonda pripada akcionarima a ne brokerima / dilerima.

Zakon o zaštiti investitora u hartije u vrijednosti koje donesen 1970 godine ustanovljava Korporaciju za zaštitu investitora u hartije od vrijednosti. Ona je institucija federalnog karaktera i predstavlja neprofitno udruženje koje obezbjeđuje zaštitu računa kupaca, brokera / diler i članova nacionalne berze koji zapadaju u finansijske teškoće. Računi su osigurani do 500 000 dolara od čega je 100 000 dolara pokriće u gotovini ili u gotovinskom ekvivalentu. Svi registrovani brokeri / dileri i članovi nacionalne berze su, po automatizmu, članovi korporacije osim ako su oslobođeni. Uočava se oslobađanje za brokere / dilere čiji posao se sastoji iz ekskluzivne distribucije akcija registrovanih otvorenih i zatvorenih investicionih kompanija ili distribucije varijabilnih anuiteta. Korporacija može tražiti procjenu člana firme i obezbijediti sudsku dozvolu ako se osnovano sumnja da postoji nesolventan povjerilac a jedan je od članova.

2.4. Organizacija zajedničkog fonda

U najvećem broju slučajeva, organizacija zajedničkih fondova podsjeća na organizaciju ostalih korporacija. Oni imaju bord direktora ili upravljača, službenike kompanije, akcionare i spoljne članove, poput ovlašćenih javnih računovoda i advokata koji obezbjeđuju potrebne usluge. Konačno zajednički fondovi nemaju sopstve zaposlene. Umjesto toga oni angažuju investicione savjetnike i administratore koji obezbjeđuju ključne servise.

Zajednički fondovi su u vlasništvu akcionara koji biraju članove borda i donose druge ključne odluke. Naredna slika prikazuje organizaciju zajedničkog fonda kao središte kruga.²³ Ona govori o različitim ljudima i subjektima koji su značajni za poslovanje fonda.



Sl.2.4. Organizacija zajedničkog fonda

Na narednim stranicama ovog rada će biti sumirane funkcije ljudi i kompanija koji su u poslovno - interakcijskoj vezi sa zajedničkim fondovima.

²³ Chambers L.: "The First Time Investor", pg. 73
46

2.4.1. Direktor / upravljači

Direktor ili upravljači zajedničkog fonda, kao i kod ostalih tipova kompanija, imaju globalnu odgovornost u nadgledanju menadžmenta prilikom poslovanja fondova. Nakon ustanovljavanja korporacije, zajedničkim fondom upravlja bord direktora. Obzirom na činjenicu da zajednički fond može biti ustanovljen kao **poslovni trust** njime upravlja **bord trasta**. Dužnosti direktora i trasta su, u suštini, identične. Prema državnom zakonu, direktor mora izvršavati ono za što je odgovoran sa pažnjom "obazrive osobe" – prevedeno na naše uslove »pažnjom dobrog privrednika«. To podrazumijeva pažnju kao kada bi osoba obavljala sopstveni biznis. Direktor je, takođe, dužan da ispoljava potpunu lojalnost fondu kroz adekvatnu pažnju, odgovarajuću poslovnu pravdu, ustanovljene procedure, izvršene propuste i tretirane funkcije. Oni imaju obavezu da izvještavaju o fondovskim operacijama, uključujući evaluaciju performansi njihovog portfolija, njihovog investicionog savjetnika i ostalih sektora relevantnih za izvršenje usluga neophodnih fondu.

Prekrivanjem dužnosti iz državnog Zakona o investicionim kompanijama, ustanovljen je koncept nezavisnih direktora fonda. Njihova funkcija se ogleda u nadziranju akcionarskih interesa i obezbjeđenju ograničenja za savjetnike i ostale subjekte koji su u intrekacijskoj vezi sa zajedničkim fondom. Zakon o investicionim kompanijama iz 1940 godine zahtijeva da specifični procenat članova borda fonda budu osobe koje su isključivo nezavisne od investicionog savjetnika fonda ili glavnog distributera. Ovaj zakon rigorozno definiše nezavisnost kroz koncept "zainteresovane osobe" kojim se obezbjeđuje da djelatnost fonda bude predmet supervizije nezavisnih direktora. Nezavisni direktori nemaju drugih poslova ili poslovnih relacija sa investicionim savjetnicima fonda, glavnim distributerima, službenicima i zaposlenima.

Zakon o investicionim kompanijama i pravila Komisije za hartije od vrijednosti daju nezavisnim direktorima zajedničkih fondova specijalne odgovornosti koje respektuju mnoge slučajeve, uključujući investicione savjetnike i distribucione ugovore. Zakon o investicionim kompanijama zahtijeva da ovi ugovori budu inicijalno odobreni i prilikom periodičnog produžavanja verifikovani od većine nepristrasnih direktora.

2.4.2. Akcionari

Zajednički fondovi predstavljaju posebne entitete sa karakteristikama korporativne demokratije i akcionarskih prava. Bazična provizija sa respektom akcionarskog prava glasa predstavlja korak naprijed u državnom zakonu i povezuje zajedničke fondove kao korporacije. Ova organizacija kao poslovni trust, generalno, ima veću fleksibilnost u uspostavljanju akcionarskih glasačkih prava, restrikcija federalnog zakona o hartijama od vrijednosti za subjekte i niža tretiranja. U svakom slučaju, akcionari su vlasnici fonda.

Zakon o investicionim kompanijama dodjeljuje specifična glasačka i informaciona prava akcionarima zajedničkog fonda. Sve akcije emitovane od strane zajedničkog fonda moraju biti sa pravom glasa i sadrže jednaka prava. U izvjesnim slučajevima postojanja praznine, direktor može izabrati akcionare koje će sazvati u svrhu rješavanja nastalog problema. Izborom nezavisnih javnih revizora fonda od strane borda direktora akcionari ratifikuju naredni godišnji sastanak. (mnogi fondovi nemaju više od jednog sastanka akcionara) Ugovor između fonda i investicionog savjetnika mora biti odobren od akcionara i produženo njegovo dejstvo za period ne duži od dvije godine od dana izvršenja samo ako je kontinuelno prihvaćen od borda direktora i akcionara. Prepoznatljivo pravilo je tzv. "12-

b plan" pomoću koga imovina fonda može biti korišćena za plaćanje troškova distribucije akcija i ona, takođe, mora odobrena od akcionara.

Traženje zastupnika, forma i sadržaj zastupničke izjave i akcionarski predlozi su u skladu sa pravilima zastupanja i usvojenim Zakonima o hartijama od vrijednosti i investicionim kompanijama. Ukoliko zastupnička izjava ne prati godišnji izvještaj fonda akcionarima, ona mora uključiti izjavu ponude poslanu u izvještaju kao i sledeći polugodišnji izvještaj veoma brzo poslan na zahtjev akcionara. Fond mora obezbijediti banke, brokere i subjekte (lica ili institucije) koji će izvršiti registraciju akcija u njihovo ime prosleđujući kopiju zastupničkog materijala i godišnji izvještaj povlašćenim vlasnicima. U izvjesnim slučajevima, menadžment fonda mora uključiti predlog zastupničke izjave dostavljene od akcionara.

2.4.3. Menadžment kompanija /investicioni savjetnik/ administrator

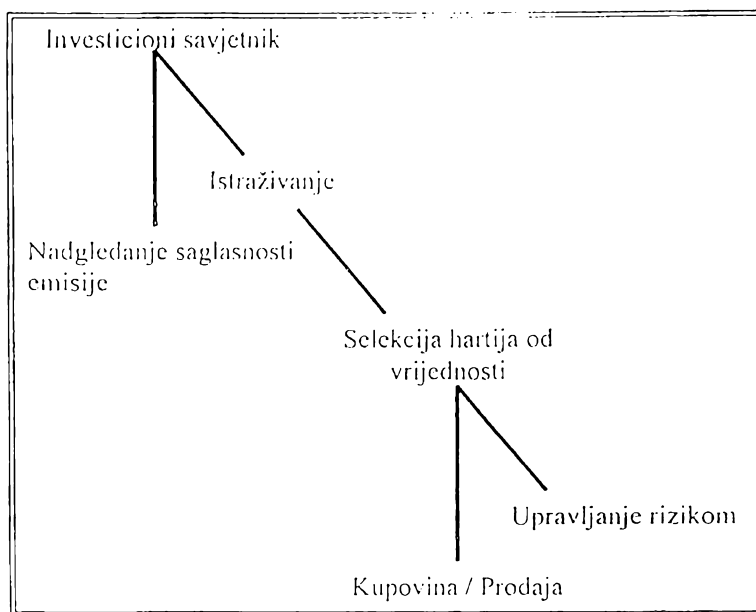
Bord je ovlašćen da postavlja službenike koji upravljaju dnevnim operacijama fonda ili delegira tu funkciju upravljačkoj kompaniji. Menadžment kompanija, koja nerijetko organizovana kao kreacija fonda, može poslati ponudu jednom ili više zajedničkih fondova, pri čemu svaki od njih može imati različite investicione ciljeve. Neki od tih fondova mogu imati pojedinačne klase ili nadoknade strukturirane u susret različitim potrebama. Menadžment kompanija može ponuditi ostale finansijske proizvode i usluge, poput automatskih uplata ili privilegija razmjene između određenih fondova. Menadžerska kompanija često pruža usluge kao investicioni savjetnik ili novčani menadžer.

Investicioni savjetnik je odgovoran za selekciju portfolio investicija u skladu sa ciljevima i poslovnom politikom ustanovljenom registracionom izjavom fonda. Investicioni savjetnik, takođe, locira portfolio redosleda sa brokerima (dilerima) kao i odgovornost za obezbjeđenje da je transakcija izvršena po najpovoljnijim cijenama i troškovima.

Investicioni savjetnik izvršava svoje usluge shodno potpisanim ugovorom sa fondom. Većina savjetničkih ugovora obezbjeđuje da savjetnici primaju odgovarajuću godišnju proviziju baziranu na procentu prosječne aktive fonda tokom godine. Neki obezbjeđuje proviziju zasnovanu na performansama fonda, koje su restriktivne i nametnute Zakonom o investicionim savjetnicima.

Savjetnici su subjekti sa mnogim legalnim restrikcijama, specijalno u pogledu transakcija između njih i fondova čiji su savjetnici, kao i zajedničkih transakcija sa tim fondovima. Savjetnici, takođe, imaju generalnu fiducijarnu obavezu u skladu sa Zakonom o investicionim savjetnicima. Neki članovi ovog zakona koji se odnose na direktore zajedničkih fondova, službenike, savjetnike članova borda, investicione savjetnike i distributere bazirani su na navodnom "prekršaju fiducijarne obaveze koja uključuje loše personalno upravljanje". Zakon obezbjeđuje da investicioni savjetnik ima specifičnu fiducijarnu obavezu koja respektuje kompenzaciju plaćenu od strane fonda. Komisija za hartije od vrijednosti ili akcionari daju autoritet za brzu primjenu parnice za izvršenje određene obaveze.

Za akcionare fonda važi tzv. "britki kraj poluge". Menadžment kompanija (koja može ali ne mora biti investicioni savjetnik) je odgovorna za sve poslove emisije vezane za akcionare: komunikacije, izvještavanje, čuvanje poslovnih knjiga, usluge fonda i td. Ali investicioni savjetnik je taj koji "juri" novac i dobija kredit ili snosi odgovornost za performanse fonda.



Sl.2.5. Šta investicioni savjetnici rade?

Mnogi investicioni savjetnici, takođe, obezbjeđuju administrativne servise za fond. Na primjer, savjetnici često odgovaraju za nadgledanje performansi ostalih kompanija koje obezbjeđuju servise fonda, kao i provjeravaju da li se fondovske operacije povinuju primjenljivim federalnim i državnim pravilima. Administrator fonda tipično plaća poslovni prostor, opremu, personal i njegovu sposobnost, obezbjeđuje generalni računovodstveni servis, pomoć u uspostavljanju i održavanju saglasnim procedurama i internim kontrolama. Oni povremeno, takođe, preuzimaju odgovornost za pripremu i dostavu podataka i izvještaja Komisiji za hartije od vrijednosti, fiskalnim institucijama, akcionarima i ostalim relevantnim subjektima.

2.4.4. Glavni distributer (underwriter)

Zajednički fondovi, tipično, distribuiraju svoje akcije posredstvom posebnih organizacija poznatih pod nazivom glavni distributeri. Najveći broj fondova kontinuirano nudi nove akcije javnosti. U nekim slučajevima, fond vrši distribuciju sopstvenih akcija.

Ugovori o distribuciji sa glavnim distributerima imaju nekoliko formi. Neki glavni distributeri distribuiraju akcije posredstvom nezavisnih brokersko-dilerskih firmi. Ostali glavni distributeri angažuju sopstvenu prodajnu mrežu. Fondovske akcije se prodaju zahvaljujući nezavisnim brokersko-dilerskim kućama ili distributerskoj prodajnoj snazi pri čemu je promjena prodaje uključena u ponudenu cijenu. Opseg prodaje se kreće od 3.0 % do 8.5%. (najčešće 4% - 5%) U ostalim slučajevima, investitori nude akcije fonda direktno od samog fonda ili uopšte od distributera sa malim ili bez prodajnih troškova. Distribucija akcija fonda će biti detaljnije opisana na narednim stranicama ovog rada.

Distribucije akcija neopterećenih fondova posjeduju pouzdanu prednost koja ih čini atraktivnim interesima investitora. U skladu sa pravilima Komisije za hartije od

vrijednosti i Nacionalne asocijacije dilera, neki fondovi alociraju mali procenat aktive fonda kao pomoć distributivnom procesu.

Poslovanje glavnih distributera kao brokera / dilera je regulisano pravilima Komisije za hartije od vrijednosti i zakonima donesenim još 1934 godine. Većina članova Nacionalne Asocijacije Diler, koji su usvojili vladajuće promjene u prodaji zajedničkih fondova i zahtjeve prodavaca zajedničkih fondova ranije dobijaju evidenciju i prodajnu literaturu. Kroz ovaj proces, glavni distributeri mogu zahtijevati pomoć dilerske asocijacije koja obezbjeđuje da prodajna literatura bude kompatibilna sa federalnim zahtjevima.

2.4.5. Staratelj nad hartijama fonda /depozitar/ (custodian) i agenti transfera

Zajednički fondovi, u skladu sa Zakonom o investicionim kompanijama, čuvaju svoje hartije od vrijednosti kod staratelja-kvalifikovane banke koja ih inače štiti shodno izvjesnim pravilima Komisije za hartije od vrijednosti. Skoro svi fondovi koriste bankarsko starateljstvo. Standardni bankarski starateljski ugovor zajedničkog fonda je daleko više elaboriran i specifičan je u odnosu na tipične bankarske starateljske ugovore sa ostalim klijentima. Komisija za hartije od vrijednosti zahtijeva od staratelja zaštitu zajedničkog fonda u smislu izdvajanja sopstvene od bankarske aktive. Staratelji fonda moraju odbiti da isporuče gotovinu ili hartije izuzev u slučajevima specifičnih transakcija i na izričite zahtjeve i instrukcije u prigodnoj formi od strane službenika fonda.

Transfer agenti fonda održavaju evidenciju u pogledu računa akcionara, koji se sastoje od uređenih dnevnih kupovina investitora i računovodstvenih bilansa. Agenti transfera tipično odraduju isplatu dividendi agentima i njihovim obavezama koje uključuju kalkulisanje dividendi, autorizovana plaćanja starateljima hartija od vrijednosti zajedničkog fonda i održavanje plaćanje dividendi po unaprijed utvrđenom redosledu. Oni pripremaju i poruke za akcionare o periodičnim računovodstvenim izvještajima, informacije o federalnom porezu na prihod i ostale informacije relevantne za akcionare. U većini slučajeva, agenti transfera pripremaju i dnevne poruke sa potvrđama izvještaja o transakcijama i akcijama u korist fonda, njegovih glavnih distributera ili brokera. Nadalje, agenti transfera održavaju servis kupaca dajući odgovore i pružajući informacije u pogledu statusa računa akcionara.

2.5. Distribucija zajedničkog fonda

Sa rastom aktive i broja zajedničkih fondova, nije neočekivano da se obrazac distribucije zajedničkog fonda razgranava u nekoliko smjerova. Neki fondovi nude svoje akcije direktno investitorima posredstvom pošte, ili preko svoje maloprodajne mreže, dok ostali prodaju vrše preko kompanija za hartije od vrijednosti, finansijskih planera, kompanija životnog osiguranja, depozitnih institucija ili ostalih relevantnih institucija. Fondovi mogu, takođe, nuditi akcije zaposlenima kroz beneficirane planove.

Bazično se, uvijek, distribucije zajedničkih fondova mogu odvijati kroz dva glavna kanala: (1) Akcije nudene direktno od fonda i (2) Akcije koje se nude članovima koji imaju prodajnu moć. Ova dvije distribucije predstavljaju kanale koji su prepoznatljivi kao "direktni marketing" i "prodajna snaga". Većina zajedničkih fondova se udružuje sa distributerima u cilju nacionalne distribucije svojih akcija. Distributeri imaju ekskluzivna distributivna prava i mogu koristiti nekoliko različitih puteva za distribuciju akcija.

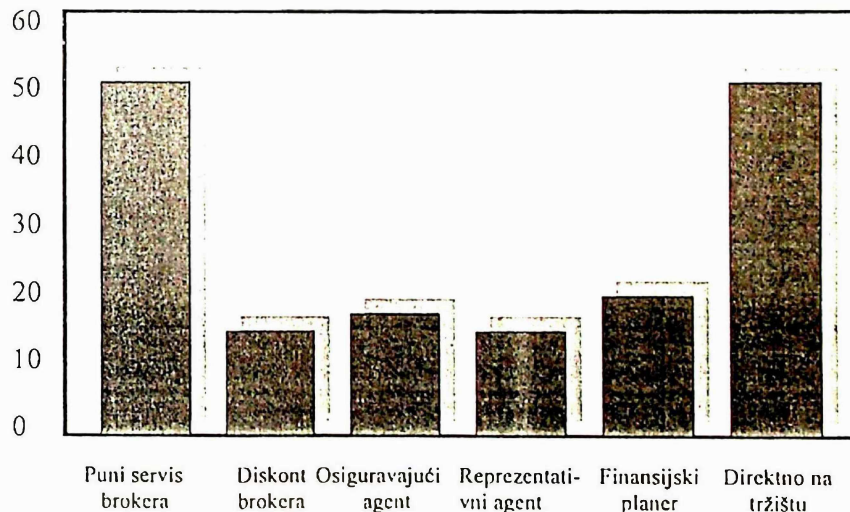
Distributeri raspoređuju fondovske akcije posredstvom kompanija koje posluju sa hartijama od vrijednosti i njihovih brokera. Ovi brokeri vrše raspodjelu direktno javnosti - potencijalnim kupcima akcija zajedničkog fonda. Nadalje, tradicionalne brokersko-dilerske firme povećavaju broj finansijskih predstavnika koji rade u depozitnim institucijama i

finansijskim planerima preporučujući zajedničke fondove svojim klijentima. Sve više, finansijski planeri sugeriraju zajedničke fondove kao izgradnju blokova u ovladavanju finansijskim planom čija moć uključuje proizvode životnog osiguranja i individualnih hartija.

Unutar brokersko-dilerskog distribucionog sistema, distributeri predstavljaju efektivnu veleprodaju. Distributeri obično ne prodaju akcije direktno javnosti. Umjesto toga, oni su uspostavili prodajne ugovore sa kompanijama za hartije od vrijednosti koje, usmjeravanjem, prodaju fondovske akcije individualnim investitorima posredstvom filijala svojih firmi. Pomažući lokalne firme i filijale, distributeri zajedničkih fondova odvajaju zemlje u regionu i određuju personalno članove osoblja koje će ih reprezentovati na svakom prostoru. Maloprodaje hartija od vrijednosti kompanija distribuira akcije zajedničkog fonda obično članovima Nacionalne asocijacije dilera. Ova organizacija obezbjeđuje samoodržavanje članova svojih firmi u distribuciji akcija zajedničkih fondova.

U nekim slučajevima, prodajna moć je svojina zaposlenih distributera. Ovi zaposleni primarno prodaju akcije fondova koje reprezentuju distributeri, zatim ostale akcije posredstvom distributera i njihovih filijala. Ponekad, se prodaja vrši preko osiguravajuće kompanije koja je u svojini menadžment kompanije zajedničkog fonda.

U vezi sa tim, nameće se pitanje: "Kojim kanalima kupovine prihvatljivim za investitora je moguće steći akcije zajedničkog fonda?" Pregled skorašnjih kupaca pokazuje da je više od polovine ispitanika (51%) koristilo usluge brokera, dok je izvjestan broj (52%) kupovao akcije kroz direktne kanale. Ostali ispitanici su koristili druge kanale i njihov indikator je znatno niži. (Procenat prekoračenja iznad 100% je nastao kao posledica činjenice da je bilo kupovina posredstvom više od jednog kanala.)



Sl.2.6. Kanali korišćeni od investitora fonda²⁴

Prethodno navedeni podaci, uvijek, skrivaju znatnu promjenu koja je rezultat promjena mjesta distribucije zajedničkog fonda. Značajan broj fondova "mijenja kanale": smanjujući distribuciju kroz maloprodaju brokera i širenje svojih direktnih prodajnih

napora. U stvari, proporcija zajedničkih fondova koji vrše prodaju preko brokera mijenja se sa 76% u 1985 godini na oko 51% u 1999 godini.

Zajednički fondovi mogu, takođe, biti distribuirani posredstvom neprodajnih posrednika. Jedan takav posrednik je jedno-provizioni savjetnik. Ovi savjetnici, koji su i finansijski planeri, daju zajedničkom fondu preporuku i vrše kompenzaciju (ili samo kombinuju) časovne rate, fiksnu proviziju ili procenat aktive menadžmenta, čime dolazi do priličnog opterećenja prodaje (komisiona). Generalno, oni preporučuju neopterećene fondove jer njihove provizije neutrališu dio veličine komisone uštede. Jedno-prodajni savjetnici vjeruju da oni mogu obezbijediti više nego objektivnu preporuku počev od postojanja neprodajnog komisionog podsticaja do upravljanja prodajom od jednog fonda do drugog.

Naredni dodatni metod je posrednička distribucija kroz diskontnu brokersku firmu. Ova firma ne daje savjete, ali sačinjava ugovore o ponudi neopterećenih i nisko opterećenih fondova investitorima. Ovaj aranžman opšte nazvan "fondovski supermarket", može koristiti jednu od nekoliko mreža obračunskih zavoda zajedničkih fondova ili za popuste sa širokom programima, ponudu korišćenja direktnih računa sa različitim fondovima. Promjena u učešću fondova iznosi između 25 i 40 bazičnih poena i tretira se kao promjena " bez provizije ". Unutar brokerskog računa, redosled individualne svojine akcija se održava od strane brokerske firme.

Ovi računi postaju sve više popularni sa priznanjem nekih investitora u uvjerenju da imaju sve svoje zajedničke fondove na jednom računu, pojednostavljenju transakcija u vođenju evidencije. U mnogim slučajevima, investitor plaća transakcionu proviziju zasnovanu na računu ponude i za subjekta je to izvjesni minimum. U nekim situacijama, međutim, ne postoji provizija. Umjesto toga, ovi fondovi imaju "12b-1" distribucionu proviziju u iznosu od 0.25% koja se plaća brokerskoj firmi ili spoljnim sponzorima fonda direktnim plaćanjem ugovora sa firmom. Investitorsko korišćenje ovih računa je limitirano ponudom fonda uz diskont brokera, pa izvjesni fondovi nijesu u mogućnosti da koriste ovaj distribicioni metod.

Direktni marketing je distribicioni metod kojim investitori kupuju akcije direktno od fonda, najčešće poštom, telefonom, bankarskim telegramom ili ponekad posredstvom filijale fondovske organizacije. U tehničkom smislu, međutim, ova direktna prodaja fonda ima obično distributivnu asocijaciju kroz koju sve transakcije akcija prolaze. Ovi fondovi su atraktivni za investitore zbog raznovrsnih prednosti, direktne komunikacije i ostalih razloga. Potencijalni investitori sačinjavaju istraživanja i inicijative limitirane specifičnostima fonda s jedne i sopstvenim potrebama, s druge strane. Investitori kontaktiraju organizaciju fonda direktno i dobijaju prospekt ili kupuju akcije. Akcije ovih fondova se uopšte prodaju javnosti sa nižom prodajnom promjenom ili bez nje.

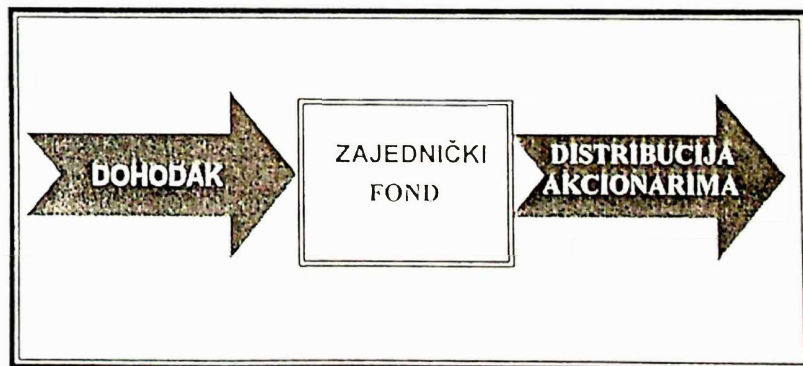
2.6. Oporezivanje zajedničkog fonda

Zajednički fondovi stiču novac, primarno na dva načina: (1) Ostvarenjem prinosa od hartija od vrijednosti koje drže u portfelju i (2) Od kapitalne dobiti od tih hartija od vrijednosti. Prinos, generalno dolazi od kamata i dividendi plaćenih na hartije od vrijednosti koje fond drži u svom portfelju. Kapitalna dobit dolazi od akcija (i njihovih derivata) povećavajući vrijednost od njihove kupovne cijene. Ukoliko kapitalna dobit hartija miruje u portfoliju ili one još nijesu prodane, oni se nazivaju " nerealizovane hartije od vrijednosti ". Ukoliko kapitalne dobiti generišu prodane hartije, one se nazivaju "realizovana kapitalna dobit". S toga je distribuciju fonda moguće posmatrati u formi: (1) Tekućeg dohotka; (2) Kratkoročne kapitalne dobiti i (3) Dugoročne kapitalne dobiti.²⁵

Porezi moraju biti plaćeni, svake godine, od akcionara zajedničkog fonda na ukupan prihod, uključujući distribucije realizovane kapitalne dobiti fonda tokom godine. Akcionari fonda mogu, takođe, ostvariti kapitalnu dobit prodajući svoje akcije sa profitom. U nastavku ovog poglavlja dajemo prikaz oporezivanja kako iz perspektive investicione kompanije tako i iz perspektive akcionara.

Oporezivanje investicione kompanije - se odvija na način što su akcionari zajedničkog fonda generalno oporezivi kao srazmjerni vlasnici portfolija akcija fonda. Ovaj tok-kanal poreskog tretmana (prepoznatljiv kao "cjevovod") je moguć samo kod fondova kvalifikovanih kao "regulisane investicione kompanije" u skladu sa poreskim zakonom. Kvalifikacija regulisane investicione kompanije, podrazumijeva da fond mora biti registrovan kod Komisije za hartije od vrijednosti kao investiciona kompanija i još nekoliko zahtjeva uključujući i sledeće:

- *90% analiziranog ukupnog prihoda* - koji zahtijeva da najmanje 90% ukupnog prihoda potiče od dividendi, kamata, plaćanja u pogledu kredita na bazi hartija od vrijednosti, prihoda od prodaje hartija ili deviza i izvjestan ostali prihod koji potiče od investiranja u hartije ili devize.
- *30% analiziranog ukupnog prihoda* - koji zahtijeva da manje od 30% ukupnog prihoda fonda potiče od prodaje hartija, i izvjesne opcije, fjučersi, forward ugovori ili devize, koji su držani manje od tri mjeseca.
- *50% analizirane diverzifikacije* - koja zahtijeva da, na kraju svakog kvartala poreske godine fonda, najmanje 50% njihove ukupne imovine mora biti u gotovini ili gotovinskim ekvivalentima, vladinim hartijama, hartijama ostalih registrovanih investicionih kompanija ili ostalih emitenata. Pored toga ni jedan emitent hartije ne može imati prekoračenje od 5% ukupne aktive fonda i 10% hartija sa pravom glasa.
- *25% analizirane diverzifikacije* - koja zahtijeva da na kraju svakog kvartala poreske godine fonda, investiranje u hartije od vrijednosti nekog emitenta (isključujući hartije ostalih registrovanih investicionih kompanija ili vladine hartije od vrijednosti) ne mogu prekoračiti 25% preostale aktive.
- *90% distribucionih zahtjeva* - koji zahtijevaju distribuciju fonda od najmanje 90% njihovog oporezivog prihoda i (u slučaju fondova sa lokalnim obveznicama) neto poreskog oslobođenja prihoda.



Sl.2.7 Zajednički fond kao "cjevovod"

Kao što je navedeno, registrovane investicione kompanije su oporezovane kao cjevovodi, što znači da neće biti oporezovan prihod i dobit distribuiran akcionarima. Uvijek će biti oporezovani zadržani prihod i dobit. Oporezivi prihod predstavlja esencijalne dividende uvećane za kamate i kratkoročnu kapitalnu dobit. U ovom poreskom kontekstu, "dividende" uključuju gotovinske dividende od akcija i oporezive kamate dužničkih instrumenata. (na primjer, kamata od oporezivog fonda tržišta novca u izvještaju fonda akcionarima se tretira kao "redovna dividenda"). Ova razlika je važna zbog korišćenja termina "dividenda", koji se obično koristi isključivo kao gotovinska dividenda plaćena akcionarima. Neoporezivi fondovi moraju distribuirati najmanje 90% svog neoporezovanog prihoda.

Ostali distribucionni zahtjevi (izuzev 90% distribucionih zahtjeva za poreze kod registrovanih investicionih kompanija) odnose se na to da fondovi moraju distribuirati najmanje 98% svog redovnog prihoda ostvarenih u kalendarskoj godini i 98% svoje neto realizovane kapitalne dobiti za 12-mjesečni period najkasnije do 31. oktobra date godine. Kršenje ovih distribucionih zahtjeva je rezultat od 4% poreza na promet nastalog kao višak zahtjeva distribucije za godinu preko aktuelnog računa distribucije za pozicioniranu godinu.

Oporezivanje akcionara - zajedničkog fonda vrši se distribucijom kroz : (1) "Redovnu dividendu" i (2) Kapitalna dobit ostvarena transakcijama zajedničkog fonda. Gotovinska dividenda od akcija uvećana za oporezivi prihod od kamata dužničkih instrumenata, kod distribucije zajedničkog fonda, su tretirani od akcionara kao "redovna dividenda" i porez za akcionare kao marginalnu poresku grupu.²⁶

Kapitalne dobiti su generisane iz transakcija portfolia hartija zajedničkog fonda i prodaja akcionara sopstvenih hartija fondu. Dobit od prodaje akcija fonda tokom godine, kao što je prethodno rečeno, naziva se "realizovana kapitalna dobit". Skupina kapitalnih gubitaka (koji su realizovani u toku ili tokom ranijih godina) se distribuira akcionarima za datu poresku godinu. Kapitalne dobiti se mogu klasifikovati kao: (1) Kratkoročne kapitalne dobiti (hartije od vrijednosti do jedne godine ili manje) i (2) Dugoročne kapitalne dobiti (hartije od vrijednosti držane više od jedne godine).

Kratkoročna kapitalna dobit se prilikom raspodjele tretira, takode, kao "redovna dividenda". Ukoliko se radi o dugoročnoj raspodjeli kapitalne dobiti, ona se u izvještaju tretira kao "distribucija kapitalne dobiti". U skladu sa ovom terminologijom, kratkoročna kapitalna dobit nije dio "distribucije kapitalne dobiti". Distribucija kratkoročne kapitalne dobiti je oporeziva za investitora kao marginalna poreska grupa, dok se dugoročna oporezuje maksimalnom stopom od 28%. Zbog toga, individualno oporezivanje sa marginalnom ratom od 28% predstavlja jasnu poresku prednost dugoročne u odnosu na kratkoročnu kapitalnu distribuciju.

Distribucija tekuće poreske godine, po osnovu sopstvenih akcija, mora biti plaćena u "registrovanom datumu" (slično primanju dividende od sopstvenih akcija na određeni dan) i bez obzira da li je primljena gotovina ili reinvestirano u dodatne akcije zajedničkih fondova. To je važno za čuvanje tačnog redosleda uspješnog investiranja, zato što oni trebaju dodati potpun broj kupaca proizvoda "poreske baze" ili totalnih troškova, koji se oduzimaju od eventualnih prinosa od otkupljenih akcija akcionara koji su ostvarili dobit ili gubitak. Ne dodajući reinvestirane distribucije na originalne troškove bazirane rezultate u plaćanju poreza moguće ih je tretirati na dva načina: jedan za poresku godinu kad je distribuiran i drugi način, ponovo, kad su akcije konačno prodate.

Zajedničko pogrešno shvatanje postoji za rastuće fondove, zbog toga što oni malo plaćaju sopstvene akcije, nešto dividendi i imaju veoma niske distribucije. Dok ovo može biti istina u pogledu dividendi, to uvijek nije u potpunosti tačno za distribuciju kapitalne

dobiti. Račun kapitalne dobiti (i dugoročni i kratkoročni) je u funkciji povećanja vrijednosti osnovnih akcija i obrta fonda. (koliko se akcije kupuju i prodaju) S toga, rastući fondovi mogu imati veličinu oporezive distribucije u datoj godini uvijek u visini plaćenih limitiranih distribucija dividendi.²⁷ Osim toga, kao što je prethodno navedeno, kratkočna kapitalna distribucija se tretira kao "redovna dividenda". Takve dividende bi bile iznenađenje za klijente koji nijesu očekivali veliki put distribucije zbog činjenice da su u pitanju rastući fondovi.

Zajednički fond o distribuciji izvještava akcionare svake godine u prigodnoj formi. Izvještaj o distribuciji sadrži : (1) Bruto dividendu i ostale distribucije akcija; (2) Redovnu dividendu koja sadrži distribuciju svih oporezivih kamatnih dohodaka (npr. distribuciju oporezivog novčanog fonda), dohodak od dividende i distribuciju kratkoročne kapitalne dobiti; Ovaj račun se za akcionare oporezuje po marginalnoj poreskoj stopi; (3) Distribucija kapitalne dobiti se sastoji od distribucija neto dugoročne kapitalne dobiti realizovane od strane fonda (neto kapitalni gubici se ne distribuiraju od zajedničkih fondova već se fond koristi kao nosilac izjednačavanja budućih realizovanih kapitalnih dobiti); (4) Neoporezive distribucije kao kategorija ne potiču od zarada i profita fonda ali se vraćaju kao akcionarski kapital i stoga su neoporezivi.

Kapitalna dobit (gubitak) je generisana kada akcionari otkupe akcije fonda. To je determinisano postojanjem dobitka ili gubitka fonda i njegovog iznosa, pri čemu akcionarska "osnova" mora biti kalkulisana. Osnova predstavlja kupovnu cijenu, uključujući prodajne promjene akcija koje će biti otkupljene. Prodajni postupak umanjen za akcionarsku bazu ekvivalentan je kapitalnoj dobiti ili gubitku. Oblikovanje troškovne osnove je lako kad se pravi samo jedna kupovina. Veoma često, gotovo uvijek, akcionari zajedničkog fonda prave zajedničke kupovine što unaprijed komplikuje determinisanje baze (osnove). U takvoj situaciji, postoji četiri metoda koji investitori mogu koristiti: (1) Prva ulazna - prva izlazna (FIFO - metod); (2) Specifična identifikacija; (3) Prosječna baza - jedina kategorija i (4) Prosječna baza - dvojna kategorija. Jednom korišćen metod obračuna ne može se mijenjati bez saglasnosti poreske službe.

Pored prethodno nevedenog, prilikom analize poreskih obaveza zajedničkih fondova treba imati u vidu specifičnosti koje se odnose na vrijeme prodaje i oporezivanje obveznica lokalnih fondova. Kupovina akcija zajedničkog fonda neposredno prije evidencionog datuma distribucije može imati negativne poreske konsekvence. U ovoj situaciji, akcionari fonda plaćaju porez na raspodjelu, pri čemu kad je fond u "ex - distribuciji" njegova neto vrijednost aktive gubi na račun distribucije. Nakon toga, akcionari stiču poresku sposobnost zajedno sa povraćajem sopstvenog kapitala. Prije poreske reforme, kupci akcija fondova lokalne uprave u svakom slučaju su očekuju kamatni prihod koji je oslobođen od federalnog poreza na dohodak. U nekim slučajevima je kamata bila oslobođena državnog i nekih lokalnih poreza. Generalno, ekskluzivitet za lokalne i / ili državne poreze važi za rezidente ili pojedinačne poreske segmente koji su emitovali obveznice.

2.7. Vrijednost zajedničkog fonda

Zajednički fondovi imaju diverzifikovan portfolio akcija, obveznica i investicija kojima upravljaju profesionalni novčani menadžeri, ili u nekim slučajevima menadžerski timovi. Fondovi moraju biti registrovani kod Komisije za hartije od vrijednosti i izlaziti u susret specifičnim zahtjevima koji proizilaze iz Zakona o investicionim kompanijama. Ovakva regulativa ne garantuje da će fond poslovati profitabilno, ali ona obezbjeđuje

Zajednički fondovi, kao što je poznato, predstavljaju otvorene fondove zbog svoje sposobnosti da emisiju novih akcija ponude dolazećim investitorima po tekućim cijenama ili "neto vrijednosti aktive" (Net Asset Value - NAV), uvećanim za prethodna "optećenja" otkupa ili prodajne obaveze. Oni, takode, moraju biti spremni na ponovnu kupovinu ili "iskup" akcija od investitora postojećeg fonda po neto vrijednosti aktive, umanjene za zadnja opterećenja ili obaveze otkupa. Neto vrijednost aktive se kalkuliše jednom dnevno na bazi cijene zatvaranja tržišta. Menadžment kompanija vodi evidenciju svih cijena akcija i multiplikacije njihovog broja za određeni fond.

Neto sadašnja vrijednost fluktira iz dana u dan zavisno od promjena vrijednosti hartija držanih u portfoliju fonda. Moguće je posmatrati cijene ili neto sadašnje vrijednosti za individualne fondove u tabelama zajedničkih fondova koji se objavljuju u dnevnim novinama ili pozivanjem kompanije direktno. Novinske tabele ne omogućavaju pojavljivanje kompletnog portfolija. Grupe fondova ih dnevno snadbijevaju svojim cijenama Nacionalnu asocijaciju dilera koja telegramskim servisom opskrbljuju relevantnim informacijama dnevnu štampu. Ali portfolio mora imati više od 25 miliona dolara aktive i 1000 akcionara da bi mu bio omogućen automatski servis Nacionalne asocijacije dilera. Mnoga javna glasila skraćuju listu sa podacima jer novinski prostori imaju visoku cijenu.

Sve investicione kompanije svoju ukupnu imovinu dijele na individualne investitore i takode trebaju podijeliti svoju između potencijalnih investitora. Investitori kupuju akcije u investicionoj kompaniji i svojina je proporcionalna broju kupljenih akcija. Vrijednost svake akcije se naziva neto vrijednost aktive i ekvivalentna je aktivu umanjenoj za obaveze određene po jednoj akciji.²⁸

Kalkulišući dnevnu procentualnu promjenu neto vrijednosti aktive, moguće je stvoriti dobar osnov za odlučivanje pojedinačnog relativnih portfolija ostalih fondova i tržišnih indeksa, poput Standard & Poor's 500. Ali dugotrajne promjene neto vrijednosti aktive nijesu rezultat nekih višegodišnjih varijacija cijena akcija. Iz ovih razloga, fondova neto vrijednost aktive nema egzaktne sličnosti sa cijenama akcija.

Kako otplaćeni fond nikada ne prodaje nešto iz svog holdinga, promjene u neto vrijednosti aktive završetkom godine pažljivo odražavaju performase držanih akcija u portfelju. Uvijek, fondovi prodaju akcije realizujući adekvatne kapitalne dobitke ili gubitke. Kada oni to čine, neto kapitalni dobitci moraju biti distribuirani periodično uz direktive i saglasnost poreskog ureda. Kada su dobiti plaćene, neto vrijednost aktive opada za izvjesnu vrijednost po akciji.

Gotovina i ekvivalenti holdinga	200 000\$
Uvećanje za dnevnu tržišnu vrijednost svih akcija	1500 000\$
Ukupna aktiva	1700 000\$
Umanjene tekuće obaveze (narasli troškovi)	100 000\$
Ukupna neto aktiva	1 600 000\$
Raspodjela nanaplaćenih akcija fonda	100 000\$
Neto vrijednost aktive (NAV) po akciji	16\$

Tabela 2.1. Obračun neto vrijednosti aktive fonda²⁹

Upravo, zbog ove distribucije, trag promjene u neto vrijednosti aktive fondova krajem godine je put kojim je moguće izvršiti monitoring promjene cijena akcija.

Tehnologija po kojoj se to odvija analizirana je fenomenom " sinteze godišnjeg ukupnog povraćaja".

Imajući prethodnu analizu u vidu, treba definisati šest narednih razloga za fluktuaciju neto vrijednosti aktive: (1) Performanse tržišta akcija i obveznica; (2) Distribucija dividendi; (3) Distribucija kapitalne dobiti (od realizovane kapitalne dobiti); (4) Nerealizovana kapitalna dobit : porast vrijednosti hartija držanih u portfelju fonda - ne distribuiranih akcionarima; (5) Broj iskupljenih akcija i (6) Račun dodatnih novih depozita od investitora.³⁰

2.8. Troškovi i usluge fonda

Investitori zajedničkih fondova mogu napraviti dva tipa troškova:

1. **Akcionarski transakcioni troškovi** - koji se odnose na kupovinu, razmjenu, održavanje ili otkup akcija fonda.

2. **Godišnji operativni troškovi fonda** - koji predstavljaju svakodnevne troškove koje su rezultat organizacije i upravljanja fondovima. Ove dvije vrste troškova fonda se objavljuju neposredno prije prospekta fonda, praveći laku determinaciju troškova svojine akcionara.

Ukoliko investitor nema transakcionih troškova kada kupuje akcije fonda, onda bi on trebao platiti neto vrijednost aktive po akciji za svaku kupovinu akcije. Termin " opterećen" predstavlja "prodajnu obavezu" ili " prodajnu proviziju" , pri čemu je neopterećeni fond jedan od onih koji ne procjenjuju prodajnu obavezu. Ograničenja propisana pravilima Nacionalne asocijacije dilera upućuju na fond kao " neopterećeni " fond ukoliko on ima prethodno opterećenje ili odlaganje prodajne obaveze ili obavezu " 12 b - 1 " provizije veću od 0.25% od godišnje neto aktive.

Uvijek neopterećeni fondovi mogu nametnuti izvjesne obaveze, specifičnog karaktera: (1) Transakciona provizija - koja predstavlja obavezu po osnovu investiranja novog novca koji dolazi u fond (ali ne od distributera ili prodavca); (2) Provizija održavanja - predstavlja obaveze koji proizilaze iz držanja akcija i izvještaja fonda; (3) Otkupna provizija - je u stvari fiksni procenat, tipično 1% ili 2 % obaveze ako se akcije prodaju u određenom periodu (od 60 dana do 1 godine) - što obeshrabruje kratkoročnu trgovinu i (4) Provizija razmjene - koja predstavlja obavezu provizije koja se odnosi na transfer od jednog fonda do drugog unutar familije fondova. "Opterećeni fondovi imaju prodajne obaveze prilagodljive njima koje mogu biti procijenjene kad se akcije prodaju, kupuju ili drže u portfelju. Opterećanja predstavljaju plaćanja investicionim profesionalcima za ekspertizu u selekciji i monitoringu zajedničkih fondova. Prethodna, prednja (front) ili naknadna (front-end) opterećenja se tretiraju sa aspekta vremena nastanka u odnosu na termin prodaje akcija. U skladu sa setom pravila nacionalne asocijacije dilera maksimalna obaveza je 8.5% od inicijalne investicije ili 9.3% od neto računa investiranja.

Najčešće će osnovna prodajna obaveza biti veoma promjenljiva zavisno od veličine kupovine. Većina familija fondova imaju manje obaveze od maksimalnog prethodnog opterećenja. Inicijalna prodajna obaveza od 4% do 5% je više opšta, a neki fondovi, takozvani **nisko-opterećeni fondovi** imaju obavezu od 2% do 3%. Naknadno - opterećeni fondovi, takođe poznati, kao fondovi sa odloženom prodajnom obavezom ili kontingenti odloženih prodajnih obaveza, imaju opadajuće prodajne obaveze tokom godine sa postepenim iščezavanjem. Ovo je obično kombinovano sa visinom opterećenja, pri čemu ova je kombinacija veličine opterećanja dok je investitor bio u fondu i zadnjeg (naknadnog) opterećenja plaćenog na otkup aproksimativnog ekvivalenta prethodnog opterećanja

Ravnomjerno-opterećeni fondovi su oni čija je prodajna obaveza zasnovana na veličini aktive, uz korišćenja godišnje "12b - 1" naknade kao prodajne obaveze. Prema pravilima Nacionalne asocijacije diler, maksimalan dio od "12b - 1" provizije može biti žrtvovan za distributivne troškove u iznosu od 0.75 % aktive. Ova naknada se koristi za ponovno pokrivanje prodajne provizije. A 0.25 % "provizija za usluge" može biti nametnuta za pokrivanje godišnjih vučenih provizija za prodavce, za ukupno "12b-1" provizije do najviše 1.0 % koja uključuje proporciju menadžerske provizije i operativnih troškova. (fund expense ratio) Hibridno ravnomjerno-opterećeni fondovi su oni sa prethodnom prodajnom obavezom i ravnomjernim opterećenjem kojima takode može biti nametnuta izlazna provizija. Zapaža se investitori na dug rok u ravnomjerno opterećene fondove mogu plaćati više distribucione troškove od investitora koji plaćaju jednokratno prethodno optećenje. Lijek za ovo je multiplikacija klase fondova koja automatski konvertuje investitore od ravnomjerno opterećene klase u klasu bez ravnomjernog opterećenja posle izvjesnog broja godina.

Različiti metodi opterećenja mogu biti promjenjeni na neke fondove, dajući mogućnost investitorima da izaberu kako da plaćaju prodajne obaveze. Korišćenje različitih metoda opterećenja kreira konfuziju u shvatanju investitora u pogledu toga šta akcije postaju kupovinom. U pokušaju razjašnjenja ovih fenomena i standardizacije terminologije, Institut za investicione kompanije je u cilju sprečavanja volutarizma i improvizacija uputstvom propisao različite klase akcija: (1) Klasa A akcija - Prethodno opterećenje; (2) Klasa B akcija - Naknadno opterećenje; (3) Klasa C akcija - Ravnomjerno opterećenje i (4) Klasa D akcija - Hibridno ravnomjerno opterećenje. Ove direktive su imale izuzetno pozitivan karakter iz perspektive investitora.

Odvojeno od transakcionih troškova zajednički fondovi se zadužuju za različite troškove u upravljanju organizacijom fonda. Oni se nazivaju **operativni troškovi**. U prospektu su oni sumirani kao procenat prosječne neto aktive pod sledećim nazivom "Godišnji Operativni Troškovi Fonda", i imaju tri pojava oblika: (1) Menadžerska provizija; (2) "12 - 1" troškovi i (3) Ostali troškovi. Ukupna veličina ove tri kategorije predstavlja ukupne godišnje operativne troškove za fond i oni se plaćaju iz njegovog dohotka. (ostali dopunski dohodak plaća se od strane akcionara)

Menadžerska provizija (naknada investicionim savjetnicima) - predstavlja plaćanje zajedničkog fonda investicionom savjetniku za njegove usluge.

"12 - b" - **naknada** - je provizija koja određena pravilima Komisije za hartije od vrijednosti i podrazumijeva marketing i distributivne troškove, kao i odgovarajuća plaćanja dilerima. Pravila Nacionalne asocijacije diler propisuje dio veličine "12 - b" naknade. Jedan je godišnji limit od 0.75 % aktive fonda, iako dodatnih 0.25 % mogu biti plaćeni prodavcu za obezbjeđenje usluge akcionarima. Svi zajednički fondovi nemaju "12 - b" - proviziju.

Ostali troškovi - se plaćaju za administrativne ili ostale servise koji se odnose na čuvanje podataka i izvještaja akcionarima, revizije, obezbjeđenja punomoćja, troškova godišnjih sastanaka akcionara, direktorsku naknadu, državne i lokalne poreze i ostalo.

Transakcioni troškovi - predstavljaju ostale značajne troškove koji se teško kvantificiraju. Transakcioni troškovi uključuju oba brokerska komisiona i nudenu cijenu širenjem hartija kroz kupovinu i prodaju. Nudena cijena ne predstavlja izvještaj zajedničkih fondova i razlikuje se od hartije do hartije, ali njihova kumulacija, koja je funkcija stope povrata portfolija fonda (na primjer, stopa 100% indicira da je dolarski račun ekvivalentan sa svim fondovskim hartijama koje su kupljene ili prodane u toku godine) je veća od brokerskih komisiona plaćenih od strane fonda. Ovo je skrivanje, ali realno, troškovi su napravljeni poslovanjem fonda.

Standardna globalna mjera godišnjih troškova za zajedničke fondove je troškovna proporcija. Troškovni racio predstavlja proporciju fondovih godišnjih troškova i njegove prosječne imovine. U troškovnu proporciju nijesu inkorporirani transakcioni troškovi napravljeni od strane fonda. Troškovni racio je različit u zavisnosti od tipa fonda zato što neki fondovi naprave veće troškove od operativnih nego neki drugi. Na primjer, obveznički fondovi tipično naprave niži troškovni racio od akcionarskih fondova. Američki akcionarski fondovi, uopšte, imaju niži troškovni racio od internacionalnih fondova. Kao dobar primjer može poslužiti lista prosječnih racija prikazana u Morningstar Mutual Funds- u od 31. Januara 1998 godine:

Domaće akcije (prosjeck)	1.43 %
Specijalne akcije (prosjeck)	1.62 %
Internacionalne akcije	1.89 %
Domaće hibridne hartije	1.37 %
Opšte obveznice	0.94 %
Lokalne obveznice	1.00 %
Vladine obveznice	1.10 %
Specijalne obveznice	1.47 %

Troškovni racio se može tretirati terminima sa trkačke staze. Fondovi sa nižim raciom imaju glavni start u odnosu na fondove sa višim troškovnim raciom. To ne znači da će oni koji su ranije startovali obavezno pobijediti, ali ono imaju neizostavnu prednost. I što ih duže drži fond, ta veća prednost postaje niži troškovni racio.

Prilikom analize troškovnog racia permanentno treba imati u vidu sledeće: (1) Mali fondovi imaju viši troškovni racio od širokih fondova; (2) Menadžerska naknada se mijenja sa rastom fonda; (3) Troškovni racio teži povećanju za fondove koji imaju manju veličinu prosječnog računa; (4) Fondovi koji internacionalno investiraju imaju jednostavno veći troškovni racio od onih sa domaćim portfolijom i (5) Familija fondova ima često "slojevit" naknadu.

Sposobnost organizacije zajedničkog fonda da inovira reakcije na kompleksno finansijsko okruženje je jedno od obježja industrije zajedničkih fondova. Ove se postiže usklađivanjem starateljstva sa investitorskim potrebama, pa industrija poprima adaptibilan karakter i proširuje usluge u ponudi svojim akcionarima. Širenje spektra usluga je glavni razlog zbog koga industrija raste. Nekoliko opštih usluga uključuje sledeće:

- **Detaljno čuvanje podataka** - predstavlja uslugu za koju se relativno lako dobija odobrenje, ali je veoma važna i reprezentativna. Tipičan iskaz može biti diskutovan u više detalja kasnije, listi nabavki, distribucionim reinvestiranjem (ukoliko postoji), i otkupom zajedno sa kumulativnim ukupnim akcijama u svojini. Obračun se obično obezbjeđuje poslije svake transakcije i periodično, nekad, kao polugodišnji nekada kao godišnji. Na kraju godine izvještaj obezbjeđuje federalni poreski status distribucije. U nastavku, mnogi fondovi obezbjeđuju podatke o prosječnoj troškovnoj osnovi za račun akcionara.

- **Privilegija transfera** - se odvija unutar " familije fondova" (grupa fondova kojim se upravlja od iste kompanije) i ovaj servis dozvoljava akcionarima transfer novca od jednog fonda do drugog. Ovo podrazumijeva laku promjenu držanih akcija u portfoliju i pravovremenu reakciju na personalne zahtjeve i tržišne prilike. Obično je ovaj servis slobodan ali kratka prekomjerna trgovina između fondova može biti ograničena na odgovarajući način.

- **Automatsko investiranje** – podrazumijeva da se tekući račun akcionara opterećuje periodično (najčešće mjesečno) za kupovinu više akcija. Neki fondovi nude ovu

mogućnost oduzimanjem sa platnog spiska. Ovo je najuvjerljiviji put za nastavak prosječne troškovne strategije.

- **Automatsko reinvestiranje** - prihod i kapitalna dobit mogu biti reinvestirani za kupovinu više akcija radije nego da im bude izvršen povraćaj novca. Prihvaćeni izvještaj o reinvestiranju se, zatim, šalje akcionarima. Neke grupe fondova moraju imati dozvolu Komisije za hartije od vrijednosti koji koriste kao mjesečni ili kvartalni računovodstveni iskaz za svoju odlučnost da radije pošalju pojedinačne potvrde za svako reinvestiranje. U nekim slučajevima, reinvestiranje može biti napravljeno za različite fondove.

- **Privilegija pisanja čekova** - se odnosi mnoge fondove tržišta novca i neke obvezničke fondove koji dozvoljavaju da mogu biti pisani čekovi ponovo na račun sa malim iznosom ili bez troškova. To su najčešće minimalni računi, od 250 \$ do 500 \$, za svaki ček, i oni mogu biti limitirani brojem napisanih čekova tokom određenog perioda.

- **Penzioni plan** - nude kao prototip mnogi zajednički fondovi. Prototip plana je standardizovani planski dokument odobren od poreskog ureda Ministarstva finansija. Primjer uspješnog plana uključuje specijalne planove sledećeg tipa : 401(k) planove, 403 (b) planove, penzioni plan za samozaposlene (Keoghs plan) i individualni penzioni račun. Obično, zaposleni doprinose povećanju svog računa kroz oduzimanje od platnog spiska akcionara.

- **Telefonska razmjena i otkup** - se odnosi na mnoge grupe fondova, koji imaju ovu privilegiju i mogu je koristiti kao pogodnost za telefonske pozive. Ovaj servis je autorizovan i najčešće je definisan kao početno traženje minimalnog računa za razmjenu. U mnogim slučajevima, otkup je, takođe, moguće vršiti putem telefona.

- **Telegrafski transfer** - koristi telegrafski sistem Federalnih rezervi za premještanje novca od jednog člana banke do drugog. Brokerske firme koriste sistem posredstvom svojih banaka. Za akcionare zajedničkih fondova prednost je u brzini. Transfer se odvija istog dana. Takođe, akcionari imaju trenutni pristup svom fondu i oni ne odlažu povlačenja prinosa primljenih telegrafskim transferom zbog čega razmatraju " zbirne fondove". Postoje izvjesne obaveze za ovaj servis i one mogu biti nametnute od strane banke akcionara.

- **Sistematski plan povlačenja** - dozvoljava automatsko povlačenje specifičnih dolarskih računa od fonda. Postoji obično, minimum, zahtjeva u pogledu ravnoteže u računu (od 5 000 \$ do 10 000 \$) i veličini plaćanja (od 50\$ do 100 \$ mjesečno). Ovaj plan je specijalno popularan među penzionerima koji ga koriste kao dopunski mjesečni izvor prihoda.

- **Pravo na akumulaciju** - je karakteristika koja uzima račun investitorskog tekućeg holdinga kao pojedinačni ili iz familije fondova kada primjenjuje prodajnu obavezu na nove investicije. Prodajna obaveza, stoga, može biti reducirana u odnosu na ono što bi inače bila.

- **Pismo o namjerama** - može kvalifikovati reduciranu prodajnu obavezu potpisivanjem neobavezujućeg pisma u kome je iznijeta namjera investitora da investira u periodu od 13 mjeseci. Specifičan račun se pravi na određeno vrijeme i pretpostavlja kvalifikacije na reduciranu prodajnu obavezu. Neki otkupi napravljeni tokom perioda bili bi oduzeti od termina navedenog u pismu. Ukoliko akcionari ultimativno ne kupuju dovoljno akcija koje ih kvalifikuju za niže obaveze njihov račun će biti ocijenjen kao račun za dospelu dodatnu prodajnu obavezu.

- **Telefonske informacije** - obezbjeđuje servis 24 - časovnom pristupu kroz dobijanje različitih informacija o računu (ravnotežni račun i informacije o poslednjoj transakciji) ili narudžbe duplih izvještaja, ponovne porudžbe čekova novčanog fonda ili promjenljive akcije. U permanentnom je rastu broj kompanija zajedničkih fondova koji nude ovaj servis.

- **Informacije putem interneta** - omogućavaju različite podatke koje se odnose na

opštu edukaciju, kratke članke o investiranju zajedničkih fondova, alokaciju aktive i tržišne komentare. To može biti specifično u pogledu ponude fonda, uključujući sposobnost opterećenja iz prospekta i aplikacije fonda. Sadašnji akcionari mogu imati pristup informacijama o računu, uključujući podatke o transakciji, računovodstvene bilanse i ostale vrijednosti.

2.9. Čitanje iskaza zajedničkog fonda

Iskaz zajedničkog fonda sam ne obezbjeđuje bogatstvo informacija u pogledu računa investitora već i različite evidencije koje se odnose na vlasništvo fonda. (Iako su sertifikati mnogih fondova uz molbu relativno lako raspoloživi, neki investitori brinu o dolasku u posjed istih) Dok svaki fond ima sopstvenu svojinu kao individualno dizajnirani iskaz, prikazan na narednoj tabeli reprezentativan je za informacije koje obezbjeđuje.

I S K A Z						
Mr Brian Wick 1450 Lincoln Lane Oregon 9784 9/15XX						
COD	Račun broj	No 5				
Datum prihvatanja	Datum trgovanja	Transakcija	Dolarski račun	Cijena akcija	Akcije ove transakcije	Ukupna svojina akcija
-	-	Početni bilans	-	-	0.000	0.000
2/15	2/15	Neto vrijednost aktive	\$ 11.432,18	19.38	589.896	589.896
2/17	2/17	Kupovina	600.00	19.42	30.896	620.792
4/1	3/15	Reinvestiranje dohotka 290	180.03	19.27	9.343	630.135
4/15	4/11	Kupovina	995.00	19.90	50.000	680.135
5/20	5/17	Kupovina	600.00	20.25	29.630	709.765
6/10	6/7	Otkup	- 1.000.00	20.53	-48.709	661.056
6/24	6/15	Reinvestiranje dohotka 320	211.54	20.31	10.416	671.472
7/1	7/1	Naknada za uslugu	-12.00	20.37	-589	670.883
9/15	9/15	Reinvestiranje dohotka 340	228.10	20.20	11.292	682.175
9/15	9/15	Otkup	-800.00	20.20	-39.604	642.571
Vaša opcija plaćanja je:		Državni sertifikati + akcije u depozitu = Totalna svojina akcija				
Dividende	Kapitalna dobit	-0-	642.571	642.571		
Tekuća tržišna vrijednost \$ 12.979,93		Bazirano na 9/15/XX		Cijena\$ 20.20		
Kapitalna dobit ove godine -0-			Dividenda ove godine \$619,67			

Tabela 2.2. Iskaz zajedničkog fonda³¹

³¹ Mutual Fund Counselor Profesional Education Program, modul 1-pg.50

Iskaz počinje, naravno, investitorovim imenom, adresom i u nastavku brojem računa. Broj računa je važan zato što dozvoljava pristup računovodstvenim informacijama kada se fond pozove. Sedam kolona su date u nastavku:

- *Potvrđeni datum* - je datum kada je transakcija evidentirana.
- *Datum trgovine* - predstavlja datum na koji se transakcija desila i stoga će se reflektovati na dnevnu cijenu. Ovaj datum će, ponekad, biti različit od potvrđenog datuma dospijeca čime se pravi redosled raznovrsnih transakcija dešavanja unutar fonda ili prilikom odluke fonda da plati svoje distribucije.
- *Transakcija* - daje kratku deskripciju individualnih transakcija koje su se dogodile. 2/15 je trgovački indikator koji pokazuje promjenu od familije fondova sa kratkoročnim obveznicama u odnosu na inicijalne kupovinu. Kupovne i otkupne transakcije imaju svoje objašnjenje. 3/15 - trgovački indikator je prihod distribucije koji je bio reinvestiran u dodatne akcije fonda. Podatak ".290" predstavlja isplatu po akciji. Naknada usluge kao trošak od 7/1 je provizija namijenjena održavanju računa.
- *Dolarski iznos* - predstavlja dolarski račun transakcije. Za distribucije, to je iznos po akciji u vremenu sa brojem držanih akcija. Na primjer, u vrijeme od 3/15 distribucije, to je iznosilo 620.792 akcija sa 620.792 perioda 0.29 \$ po akciji ekvivalentno je dolarskom iznos od 180.03 \$.
- *Cijena akcije* - ovo je cijena akcije za datu transakciju (kao završetak posla na dan trgovine), uključujući i prodajnu proviziju.
- *Akcije ove transakcije* - su broj akcija koje su nudene ili otkupljene u samoj transakciji i račun dobijen dijeljenjem dolarskog iznosa sa cijenom akcije.
- *Ukupne akcije u svojini* - predstavljaju ove hartije od vrijednosti u svojini uključujući i one sa transakcione liste.

Donji dio indikatora iskaza pokazuje kako se dividenda i kapitalna dobit distribuira i prihvata (reinvestira ili isplaćuje u gotovini). Ovdje se, takode, prikazuju indikatori kako se mnoge akcije drže kao sertifikati od investitora ili kao depozit na računu. Tekuća tržišna vrijednost je izvjestan podatak koji obezbjeđuje, zajedno sa izvještajem o kapitalnoj dobiti i dividendi plaćenoj u skladu sa podacima iz iskaza potpunost informacija. Kao što je pomenuto ranije, iz poreskih razloga je veoma važno čuvanje potpunih i preciznih podataka o svojini svakog fonda. U čestim transakcijama koje se događaju birokratsko ponašanje nerijetko devalvira ovaj pristup. Ovo dolarska cijena može relativno lako odbaciti prethodni iskaz isto kao jedna duža tekuća transakcija iz prethodnog iskaza. Takode, se, na kraju godine šalje iskaz kao pokriće svih aktivnosti tokom prethodne godine. Gotovo uvijek, to je završni račun prethodnog iskaza koji je ekvivalentan sa pročetnim računom tekućeg izvještaja. Ovim se obezbjeđuje nepostojanje inter regnuma između transakcija koji nije našao svoje mjesto u iskazu.

III Zajednički fondovi

3.1. Klasifikacija zajedničkih fondova

Postoje tri široke kategorije zajedničkih fondova: akcijski, obveznički i oni sa kratkoročnim dužničkim instrumentima - koji su, takode, široko postavljeni. Svaka od ovih kategorija predstavlja mnogo fondova koji se razlikuju jedni od drugih i to je važno saznanje za uspostavljanje diferencijacije. Ovo se mora biti poznato da bi se znalo šta se kupuje. U svijetu postoje razlike između akcijskih fondova koji prodaju kratkoročno, trgovačkih opcija, koncentracije na male kompanije i druge fondove koji jednostavno investiraju u visokokvalitetne brzo rastuće hartije od vrijednosti poput IBM, General Motors ... Treba uvijek sagledavati potencijalne i realne rizike. Takode, treba praviti razliku između kratkoročnih i dugoročnih obvezničkih fondova.

Naredni razlog koji doprinosi diferencijaciji fondova prilikom njihove komparacije su performanse različitih fondova. Prilikom uporedne analize fondova treba imati višedimenzionalan pristup njihovim pokazateljima. Značajan rast broja zajedničkih fondova doprinosi značajnom rastu broja različitih tipova. Slučaj se više komplikuje zbog nepostojanja jedinstvene standardizacije koja bi se koristila za odgovarajuću klasifikaciju. Različiti tipovi fondova, takode, reprezentuju promjene u ovoj industriji. Na primjer, u prošlosti, jednim rastućim fondom bilo je upravljano kao i drugim, i termin "rastući fond" imao je univerzalno razumljivo značenje za investitora. U poslednjim godinama, uvijek postoje trendovi za fondove, bez obzira na tip, koji znače sigurno širenje njihovog portfolija. Internacionalne hartije od vrijednosti, na primjer, je bilo rijetko moguće naći u portfoliju fondova rasta prije 5 ili 10 godina. Danas, to nije slučaj. Isto tako, obveznički fondovi jedino normalno plaćaju kamatu za dužničke hartije od vrijednosti koje drže u svojini. U posljednje vrijeme, neki obveznički fondovi drže u portfelju finansijske derivate koji karakterišu fondove rizika i povraćaja.

Jasno je da su generalizacije iz prošlosti nedozvoljene za sadašnje razumijevanje mnogih tipova zajedničkih fondova. S toga se može reći da klasifikacija fondova "iluzija". Prospekt fonda može sugerisati jedan put investiranja, ali objektivno, realni život nameće nešto drugo. Ili fond može promijeniti sopstvenu tehniku. Ili pak, fond koji očigledno investira u male kompanije može skrenuti ka širim akcijama - sa manjim potencijalom za brzu kapitalnu apresijaciju - poput fondova šireg rasta. Pored toga, investiciona klima može navesti fond na alternativne ciljeve - na primjer, držanje dosta gotovine u vrijeme kada se vrši procjena akcija. Povlačenje demarkacione linije između različitih klasifikacija fondova može biti nejasno. Ukoliko fond ima u svojini akcije malih kompanija, poznate kao brzo rastuće (" blue chip"), nameće se pitanje da li je to " agresivni rast " ili samo " rast " ? Ili za slučaj da je polovina portfolija visoko dividendne akcije a pola obveznice, da li je u pitanju akcijsko dohodovni fond ili obvezničko dohodovni fond ?

Usložnjavanje fenomena poprima još veću "iluziju" usled činjenice što nema oficijelne klasifikacije za fondove, čime bi se obezbijedili potrebni servisi. Poznati monitoring servis, Lipper Analytical, ne zove niti jedan fond " totalni povraćaj". ("Ljudima ne izgleda da razumiju šta su oni bili " - kaže Michael Lipper) I veličina rizika fondova poznata je kao "maksimalna kapitalna apresijacija", pri čemu je " agresivni rast" uobičajen termin.³²

Bez iznenađenja, različit monitoring servis može, takode, različito klasifikovati zajedničke fondove. Naravno, od toga da li su fondove determinante locirane na odgovarajući način zavisi je su li njegove performanse odabrane dobro ili loše. Čini se

optimalnom oficijelna klasifikacija Instituta investicionih kompanija, koji istovremeno predstavlja svojevrsnu trgovačku asocijaciju » zajedničkih fondova «.

3.2. Vrste otvorenih fondova i njihove hartije od vrijednosti

Otvoreni fondovi ili zajednički fondovi, su kompanije koje udružuju novac više investitora i iznajmljuju investicionu kompaniju da investira novac uz ostvarenje jednog ili više investicionih ciljeva. Rast broja fondova koincidira sa rastom broja tipova zajedničkih fondova koji nude svoj proizvod. Konsekventno tome, investitori sada mogu naći fond koji zadovoljava njihove ciljeve i nastavlja odgovarajuću strategiju. Dodatnu konfuziju u ovu problematiku unose veliki broj različitih tipova fondova. Razumijevanje tipova fondova je manje komplikovano kada je: (1) Limitiran njihov broj i (2) Dati tip fonda ima upravljanje nalik tipu fonda. Sa umnožavanjem zajedničkih fondova obje ove stvari se usložnjavaju. Utoliko je razumijevanje zajedničkih fondova složenije sada nego i u bliskoj prošlosti. Zato je svaka generalizacija nepoželjna jer se njome previda i zanemaruje osobenost svakog fonda pojedinačno. Stoga je veoma važno čitati prospekt fonda sa determinisanim hartijama od vrijednosti koje ima u svojinu i takođe pratiti redosled periodičnih izvještaja fonda iz kojeg se prepoznaje njegova svojina.

Razumijevanje datog fonda uključuje mnogo više od oslanjanja na opšta znanja od tipa fonda. To zahtijeva znanja o hartijama o vrijednosti kako za tekuće tako i za potencijalno poslovanje fonda. Pored toga, portfolio držanih hartija od vrijednosti je veoma važan i kratak izvještaj o različitim klasama hartija od vrijednosti olakšava odluku o tipu fonda. S toga će u nastavku ovog poglavlja biti prikazane pojedine hartije od vrijednosti a potom odgovarajući fondovi koji ih drže u svom portfelju.

Obveznice su dužnički instrumenti emitenta, koji predstavljaju legalnu obligaciju plaćanja kamate i glavnice o roku dospijeca. Najveći broj obveznica plaća visoku stopu kamate i to čini najčešće polugodišnje. Fiksna priroda kamate i glavnice koja se plaća emitentu kreirana je kupovnom snagom i inflacionim rizikom. Ovaj rizik sa negativnim inflacionim efektom utiče na kupovnu moć i investicioni povraćaj glavnice. U svim periodima visoke inflacije obveznice se isplate za kupovinu sve manje i manje i na dug rok postaju veoma rizične hartije od vrijednosti. Neke obveznice imaju pozivnu proviziju koja dozvoljava plaćanje prije roka dospijeca. Pozivna provizija nastaje kada emitent finansira kamatu nižu od kuponske kamate. Obveznice koje funkcionišu na ovaj način imaju "pozivni rizik". Druga jednostavna provizija nekih fondova je tzv. "potapajući fond" koji je put za periodični otkup emitovanih obveznica ili je pak svaka emisija već plaćena. Važna karakteristika obveznica je njihovo *dospijecje*. Obveznice imaju dospijecje između jedne i trideset godina. Dospijecje je važno zbog direktne zavisnosti promjene cijene obveznice od date promjene kamatne stope. U ostalim slučajevima, kada hartije dospijevaju na duži rok, većina obveznica će imati rast ili opadanje tržišne vrijednosti u zavisnosti od promjene kamatne stope. Generalno, obveznice sa dugim rokom dospijeca plaćaju visoke kamatne stope. Mnogi neiskusni investitori se fokusiraju na visoku kamatnu stopu i ne obaziru se na rastući rizik, tzv. rizik kamatnih stopa, kojim obveznice stepenovano padaju ukoliko se kamatna stopa povećava. Postoji više standarda za klasifikaciju dospijeca, ali je sledeći opšteg karaktera: (1) Kratkoročni - dospijecje do 5 godina; (2) Srednjoročni - dospijecje od 5 do 12 godina i (3) Dospijecje duže od 12 godina. Kao opšte pravilo, kratkoročni fondovi, će imati niži profil razika i povraćaja srednjoročnih i dugoročnih obvezničkih fondova, dok će im ostale stvari biti ekvivalente. S toga se investitori primarno koncentrišu na stabilnost glavnice i ulažu u kratkoročne fondove. Investitori koji preferiraju povraćaj opredjeljuju se na dugoročne fondove. Oni koji traže razumnu ravnotežu rizika i povraćaja odlučuju se za srednjoročne fondove.

Kreditni rizik i povraćaj su naredni elementi koji su relevantni kod obveznica. Uopšteno, veći kreditni rizik kod obveznica, znači istovremeno veći dobitak. Neuobičajeno visok dobitak indikator je da tržište obveznica smatra da pojedinačne obveznice imaju visok kreditni ili rizik neizvršavanja obaveza. Opšta greška u pogledu visokog prinosa ovih hartija bez obzira na posmatranje rizika implicitno je njihov dobitak. Kreditni rizik pojedinačne emisije može se mijenjati tokom vremena. Na primjer, obveznice korporativnog emitenta koji iskustvom pravi strog poslovni preokret može biti umanjen od rejting agencije. U ovom slučaju, cijena obveznice opada na tržištu. Uobičajeno je zapažanje da je obveznički kreditni kvalitet pogoršan kada cijena obveznice na tržištu opada prije aktuelnog sniženja.

Račun godišnje kamate plative po obveznici je funkcija *kuponske stope* i njihove standardne vrijednosti. Na primjer, za 7% kuponske stope na 1000 \$ standardne vrijednosti, znači 70 \$ kamate koja će biti plaćena godišnje ili 35 \$ polugodišnje. Ponekad investitori stvaraju konfuziju sa kuponskom stopom i dobitkom od obveznice. Postoji inverzna relacija između obvezničke kuponske stope i njene cijene osjetljive na promjenu kamatne stope. Uvijek postoji ekvivalent, pri čemu će visoki obveznički kupon fluktuirati manje sa datom promjenom kamatne stope od nižeg obvezničkog kupona. Obveznički kuponi prezentuju rizik poznat kao reinvesticioni rizik, koji upućuje na mogućnost da kamata i glavnica budu plaćeni kada očekujemo, a mogu biti reinvestirani sa nižom stopom od obveznice sa prethodnom zaradom.

Obveznička zarada i povraćaj se mogu primarno izmjeriti na tri načina: (1) Obveznička tekuća zarada - je godišnja kamata po obveznici dodijeljena po tekućoj cijeni; (2) Zarada po dospelju - predstavlja faktore godišnje kamate sa razlikom između tekuće cijene obveznice i njene vrijednosti po dospelju. Ovo je standardna zarada normalno navedena za obveznicu; (3) Zarada po pozivu - je godišnja kamata zajedno sa razlikom između tekuće cijene obveznice i pozivne cijene (cijene koju će emitent platiti posjedniku ukoliko dode do poziva prije dospelja obveznice).

Individualne obveznice takođe posjeduju odgovarajući *kreditni rejting*. Rejting obezbjeđuje indikator rizika koji se odnosi na emitenta i njegovo neizvršenje plaćanja kamata i glavnice za pojedinačnu obveznicu kada joj dospije rok.³³ Ovaj pojedinačni rizik je poznat kao kreditni rizik. Visok rejting asocira na nizak kreditni rizik i obrnuto. U S.A.D. -a postoje dva najistaknutija rejting servisa i prikazani su na narednoj tabeli: Standard & Poor's i Mood's. Standard & Poor's posjeduje rejting od AAA (kao najviši) do D (kao najniži), dok Mood's posjeduje rejting od Aaa (najviši) do C (najniži) pri čemu investiciona gradacija ide od Aaa, Aa, Baa i td.

Moody's	Indikator	Standard and Poor's
Aaa	Najviši kvalitet	AAA
Aa	Visok kvalitet	AA
A	Dobar kvalitet	A
Baa	Srednji kvalitet	BBB
Ba	Špekulativni elementi	BB
B	Špekulacije	B
Caa	Više spekulativno	CCC
Ca	Visoko špekulativno	CC
C	Mala investiciona vrijednost	C
	Dohodne obveznice koje neisplaćuju kamatu	
-	Neizvršavanje obaveza	D
N	Nema procjene	N

Tabela 3.1. Obveznički rejting

Jedna od kritičnih tačaka za investitore u obveznice je cjenovna osjetljivost njihovih obveznica na **promjene kamatne stope**. Mjera ove osjetljivosti ogleda se u trajanju. Suštinski, trajanje faktora ogleda se u dospijeću obveznice, kuponskoj stopi i tržišnim dobicima kao rezultatu prosječne važnosti vremena koje je potrebna držaocu obveznica da ponovo pokrije svoju investiciju. Trajanje obveznica je direktno povezano sa njihovim dospijećem, indirektno sa njihovom kuponskom stopom i tržišnim dobitkom. Trajanje kupona obveznice će uvijek biti manje od njihovog godišnjeg dospijeća. Multiplikacija vremena trajanja obveznice i promjena kamatnih stopa daju aproksimaciju osjetljivosti cijene obveznice u odnosu na promjene kamatnih stopa.

Obveznice se često klasifikuju, prema tipu emitenta, na četiri generalna tipa: (1) **Korporativne obveznice**; (2) **Lokalne obveznice**; (3) **Vladine obveznice i obveznice federalnih agencija** i (4) **Inostrane obveznice**. Korporativne obveznice emituju korporacije primarno za finansiranje sopstvenog rasta i povećanja efikasnosti. Na primjer, prinos od prodaje akcija može biti korišćen za gradnju novog proizvodnog pogona, modernizaciju postojećeg ili kupovinu tehnologije za poboljšanje produktivnosti. Svrha ovih obveznica je odbijanje poreza korporacije na federalnom, državnom ili lokalnom nivou od imaoa obveznica. Američke kompanije emituju, primarno, četiri tipa obveznica: (1) *Hipotekarne obveznice* - koje su obezbijedene imovinom, najčešće nekretninama; (2) *Neizvjesne (nesigurne) obveznice (debentures)* - čiji investitori zavise od opšte kreditne sposobnosti i zaradivačke snage kompanije koja zahtijeva plaćanje kamate i glavnice. (3) *Povjerilački sertifikati za opremu* - predstavljaju obveznice obezbijedene specifičnom opremom, poput aviona ili željezničkih vagona koji mogu biti transportovani i lakše prodati od fiksne imovine obezbijedene hipotekarnim obveznicama. (4) *Konvertibilne obveznice* - predstavljaju hartije od vrijednosti koje mogu biti konvertovane u akcije bilo kog emitenta zavisno od opcije držaoca obveznice. Pored ovih obveznica treba ukazati na tzv. "budžetske hartije od vrijednosti": (1) *Bonovi državne blagajne* - su u suštini novčani

instrumenti, sa rokom dospeljeća manjim od jedne godine i minimalnom nominacijom od 10 000 \$. (2) *Treasureske note (Treasury notes)* - su obveznice sa dospeljećem od 1 do 10 godina, koje se prodaju veoma blizu prave vrijednosti, minimalne vrijednosti od 1.000 \$ do 5. 000 \$ zavisno od dospeljeća. Kamata se za ove hartije plaća u poligodišnjim intervalima. (3) *Budžetske obveznice* - koje dospeljevaju od 10 do 30 godina, kamata se plaća polugodišnje i minimalna denominacija je 1.000 dolara. (4) *Treasury strips* (pojedinačna trgovina registrovanim kamatonosnim obveznicama) tzv. " zero - kupon" - predstavljaju hartije sa rokom dospeljeća od 10 ili više godina i za koju se ne vrši periodično plaćanje kamate. Dakle, konverzija vrijednosti sa kupona se vrši samo jednom i to o roku dospeljeća obveznice. Prilikom jedne ovakve analize obveznica treba imati u vidu ove hartije kao portfelj zajedničkog fonda ili , pak, njegov dio.

Obveznički fondovi su zajednički fondovi koji, po definiciji, investiraju akcionarski novac u obveznice. Postoji mnoštvo različitosti u širini jedne takve definicije. Po redosledu važnosti, obveznički fondovi teže jednom ili više od sledećih ciljeva: (1) Dohotku; (2) Čuvanju kapitala i (3) Povećanju kapitala. Strategija portfolio menadžera je u relaciji sa klasom obveznica, dospeljećem, rejtingom i koncentracijom portfolija - što ultimativno vodi definisanim ciljevima. Obveznički fondovi, objektivno, imaju primarni cilj da obezbijede dohodak investitorima. Sekundarni ciljevi, ponekad, se odnose na čuvanje kapitala, koje se lakše postiže sa kratkoročnim obveznicama nego sa onim čiji je rok dospelja duži. Iako je rijetko sekundarni cilj, obveznički fondovi mogu obezbijediti kapitalni dobitak, posebno ukoliko fondovi drže dugoročne obveznice kada kamatna stopa opada. U većini slučajeva, najbolje je koristiti akcionarski fond za povećanje kapitala u odnosu na špekulisanje kamatnim stopama kroz obvezničke fondove. S toga, treba permanentno imati u vidu razliku između obveznica i obvezničkih fondova. Obveznički fondovi mogu imati dobit kalkulisanu na bazi tekućeg prihoda ali ne mogu imati prinos po dospeljeću, iz objektivnih razloga. Najbolja mjera performansi obvezničkog fonda je totalni povraćaj, čiji faktori su dohodak fonda uvećan za neke promjene neto vrijednosti imovine od vremena kupovine do vremena iskupa.

Koncept trajanja utiče na obvezničke fondove, tako što se u periodu trajanja fondovski portfolio multiplikuje promjenom kamatne stope sa aproksimacijom fluktuacije cijene fonda (na gore ili na dolje). Iako nije perfektan ovaj metod daje neke mjere rizika kamatne stope fonda.

Totalni povraćaj, zatim, prezentuje kompletnu sliku performansi, a ne samo jednog od segmenata. Postoji tri grupe razloga koje razlikuju obvezničke fondove od individualnih obveznica:

(1) U početku obveznički fond posjeduje portfolio od mnogo obveznica i promjena portfolija zavisi od aktivnosti menadžmenta. Sticanje kamate se drugačije mijenja od fiksnog plaćanja kamate kod individualnih obveznica.

(2) Za razliku od individualnih obveznica, obveznički fondovi nemaju fiksni rok dospelja. Ne postoji budući datum na koji će ukupna glavnica biti plaćena.

(3) Obveznički fond, obično, vrši distribuciju mjesečnim plaćanjem kamate, dok individualne obveznice plaćaju kamatu polugodišnje.

Sledeća razlika ima u vidu razgraničenje koje mora biti razmotreno prilikom preporučivanja obveznica fonda za klijente. Na primjer, klijenti koji koristi sertifikate o depozitu trebaju da razumiju da mjesečni tok gotovine (cash flow) može varirati od mjeseca do mjeseca. Takođe, klijenti sa 10 - godišnjim ciljevima ne bi trebali kupovati i držati, za 10 godina, jer obveznice fonda sa trajanjem od 10 godina omogućavaju bitisanje fonda praveći osjetljiv rizik kamatnih stopa. Kamatna stopa raste od sada za 10 godina, pa neto vrijednost imovine fonda može padati kratko od potreba za novcem koje idu u susret ciljevima investitorima. Ova " imunizacija " rizika kamatnih stopa, izjednačava korektnu

strategiju trajanja obvezničkog fonda sa ostatkom ciljeva. U prethodnom primjeru, 5 godišnji investicioni ciljevi bi bili realizovani u trajanju od 5 godina, što zahtijeva promjene različitih obveznica fonda.

Korporativni obveznički fondovi - zahtijevaju visok nivo dohotka za kupovinu korporativnih obveznica za većinu njihovog portfolija. Ostatak portfolija mogu biti budžetske ili obveznice federalne agencije. Koncentracija dospjeća obveznica je veoma važan element povezanosti rizika i povraćaja. Različiti fondovi se fokusiraju na kratkoročna, srednjoročna ili dugoročna dospjeća i to se može reflektovati na fokus u njihovom nazivu. Termin "ograničeno trajanje" ukazuje na mješavinu između kratkoročnih i srednjoročnih obveznica. Kada fond nema specifičan termin u svom nazivu, to obično znači da u svojoj ima dugoročne obveznice (korporativne, vladine ili lokalne). Rejting ovog portfolija, isto tako, varira. Neki fondovi koriste termin " visok stepen " u svom nazivu što indicira na njihovu koncentraciju u investiciono gradirane obveznice.

Hipotekarni fondovi - zahtijevaju visok nivo dohotka koji se investira u hipotekarne hartije od vrijednosti garantovane od Vladine nacionalne hipotekarne asocijacije. (Government National Mortgage Association-GNMA) Većina portfolija je investirana u povratne hipotekarne hartije od vrijednosti, od kojih neke mogu biti odobrene od strane federalne nacionalne hipotekarne asocijacije i federalne kreditne hipotekarne asocijacije. Ponekad je ove fondove moguće identifikovati terminima "hipotekarne hartije od vrijednosti" ili " povratne hipotekarne hartije" u njihovom nazivu. Ukoliko je "GNMA" u imenu fonda, oni moraju investirati najmanje 65% svoje ukupne aktive u "GNMA" hartije. Ukoliko se u nazivu fonda nalazi samo " hipotekarni" ili "povratno - hipotekarni" potrebno je da 65% ukupne aktive ulažu u hipotekarne hartije od vrijednosti ali ne moraju biti garantovane od GNMA. Ovi fondovi posjeduju visokokvalitetne hartije ali subjekti unaprijed plaćaju rizik. Stoga, kada kamatna stopa opada, oni će rasti u cijeni manje nego kod ostalih obvezničkih fondova. Izvjesni fondovi se mogu koncentrisati na maksimizaciju dohotka investirajući na premiju Vladine nacionalne hipotekarne asocijacije (trgovina iznad uočene vrijednosti). Oni mogu investirati u kolateralizovane hipotekarne kredite i manje veličine ovih derivata.

Globalni obveznički fondovi ³⁴ - zahtijevaju visok nivo dohotka koji treba investirati u dužničke hartije od vrijednosti kompanija ili zemalja širom svijeta, uključujući i one Sjedinjenim Američkim Državama. Dok termin " globalan " znači oboje američke i strane hartije od vrijednosti, stepen koji obje kategorije reprezentuje u portfoliju zavisi od direktiva iz prospekta i ocjena portfolija menadžera. Rizik kamatnih stopa, opisan ranije, je pojedinačni interes svakog od investitora u ovim fondovima.

Visoko-dobitni obveznički fondovi - odražavaju najmanje 65% njihovog portfolija u korporativne obveznice nižeg rejtinga (Ba ili niže po Moody's rejting servisu, ili BB ili nižem po S & P's). Viši kuponi ovih obveznica čine ih manje osjetljivim na rizik kamatnih stopa. U povraćaju za generalno više dobitke, investitor mora računati na padanje cijena višeg stepena kreditnog rizika od onog za viši rejting obveznica. Unutar ove klasifikacije postoje razlike u menadžmentu fonda. Maksimizacija prihoda portfolio menadžera će biti kod nižeg rejtinga obveznica od menadžera fonda sa visokim dobitkom, pri čemu raste kreditni rizik. Ostali menadžeri će se fokusirati na više neinvesticiono stepenovane obveznice.

Akcionarski fondovi sa ekonomskog aspekta imaju značajan uticaj na ove fondove. U efikasnoj ekonomiji opšte je poznat povoljan efekat kreditnog kvaliteta ovih obveznica i ostalih jednako značajnih faktora više tržišne vrijednosti koji nastavljaju sa poboljšanjem kreditnog kvaliteta. Obrnuto, periodi recesija šalju mnoge investitore u " bjekstvo u sigurnost", odnosno podnošljiv silazni pritisak na obveznice neizvjesnog kvaliteta.

Dohodno obveznički fondovi - zahtijevaju visok nivo tekućeg dohotka za investiranje tokom svog vremena u mješavinu korporativnih, vladinih i ostalih nevladinih obveznica. Ovi fondovi obezbjeđuju diverzifikaciju obveznica u jedinstven obveznički fond. Specifično, vladine obveznice su primarno uticale na promjenu kamatnih stopa, korporativne obveznice na kamatne stope i ekonomiju u periodima kreditnog rizika (specijalno sa nisko-kvalitetnim obveznicama) i inostranim obveznicama i kamatnim stopama njihovih zemalja.

Nacionalni lokalni obveznički fondovi – emitovane su strane od država i opština za finansiranje škola, željezničkih pruga, bolnica, aerodroma, mostova, vodovoda, odvodnih kanala i ostalih javnih projekata. U većini slučajeva dohodak stečen po osnovu ovih hartija nije oporezovan od federalne vlade, ali može biti oporezovan od određene države po lokalnom zakonu. Za neke poreske obveznike djelovi ovog dohotka zaradeni po osnovi obveznica mogu biti subjektom federalnog alternativnog minimalnog poreza. U dodatku dugoročnim fondovima, neki nacionalno lokalni obveznički fondovi koncentrišu svoj portfelj u kratkoročne i srednjoročne hartije od vrijednosti spremni da trguju za izvjesni dohodak u cilju obezbjeđenja veće cjenovne stabilnosti.

Državni lokalni obveznički fondovi – su fondovi koji liče na nacionalne obvezničke fondove, sa jednim izuzetkom: njihov portfolio čine obveznice emitovane unutar jedne države. Investitor koji je rezident u datoj državi ima prednost u primanju dohotka oslobođanjem federalnog i državnog poreza. Za neke poreske obveznike, dio dohotka od ovih obveznica može biti naplativ u federalnom alternativnom minimalnom porezu. Postoje fondovi u nekim državama koji nemaju državni porez na dohodak, poput Teksasa i Floride, i ostali koji imaju zakonom propisane poreske stope na dohodak. Stoga, ne bi bila obmana, da će državni lokalni obveznički fondovi imati veći dobitak, poslije poreza, u odnosu na nacionalne lokalne obvezničke fondove. Neki državni fondovi i neki fondovi pojedinačno bi bili uporedivi sa nacionalnim fondovima po dobitku baziranom na osjećaju za kupovinu takvih fondova. Jedino državni fondovi imaju veći kreditni rizik od nacionalnih fondova, počev od državnog iskustva sa različitim ekonomskim scenarijima. To se naročito pokazalo u nekim zemljama u vrijeme obaranja cijena nafte i smanjenja troškova odbrane.

Vladini dohodovni fondovi – zahtijevaju tekući dohodak investiran u različite obveznice Ministarstva finansija, federalno garantovane hipotekarne obveznice i ostale vladine hartije. Ovi fondovi nijesu garantovani od federalne vlade i investitori nijesu najčešće oduševljeni. Vlada garantuje plaćanje kamate i glavnice i ništa više od toga. Faktički, termin »vladine garancije« je zabranjen u nazivu fonda. On bi bio netačan da opiše ove fondove kao »sigurne« jednostavno zbog toga investiraju u Vladu.

Investitori-početnici imaju konfuziju sa sertifikatima o depozitu ovih fondova i ne razumiju da njihova glavnica fluktira promjenom kamatne stope. Ukoliko je fond opisan kao » 100% budžetski fond« on može da ne investira u ostale budžetske hartije, koje vraćaju puno povjerenje u vladine kredite. Neki vladini dohodni fondovi mogu investirati u hipotekarne hartije i hartije obezbjeđene hipotekarnim kreditom kao i ostale derivate bazirane na ovim hartijama. Ostali fondovi nazvani » ciljni fondovi« , mogu imati u svojini samo nulte kupone koji dospijevaju unutar nekoliko godina. Takođe, neki fondovi iz ove kategorije će se specijalizovati za izvjesne rangove dospijeca.

Akcije reprezentuju svojinu korporacije. Postoje dva osnovna tipa akcija: preferencijalne i obične.

Preferencijalne akcije u korporativnoj kapitalnoj strukturi predstavljaju otplaćene akcije podređene obveznicama u formi zahtjeva za zaradama i u slučaju bankrotstva njihovi vlasnici realizuju prioritarno svoje pravo. Vlasnici preferencijalnih akcija plaćaju

cijenu za svoje veoma privilegovane pozicije. Izuzimajući realne slučajeve, oni nemaju akcije kao potencijalnu nagradu korporacije poslije njihovih specifičnih isplaćavanja.

Preferencijalne akcije generalno odbacuju fiksnu dividendu, i ona može biti nekoliko enisija u kapitalnoj strukturi kompanije. Kako liče obvezničke kamate, dividende nijesu legalna obligacija korporacije i ona može biti suspendovana kada je nedovoljna zarada za njeno realno plaćanje. Kompanija ne mora platiti » propuštene dividende «, ali obično mora doći do plaćanja prije nego što budu plaćane dividende za obične akcije. (u ovom slučaju riječ preferencijalne naziva se » kumulativne«). Dvije glavne sile uticaja na cijenu preferencijalne akcije su kamatna stopa i kreditni kvalitet. Činjenica je da su preferencijalne dividende fiksiran (kamatni kuponi obveznica) rezultat »oličen u obveznicama « u ponašanju cijena. Poput cijena obveznica, cijene preferencijalnih akcija fluktuiraju inverzno sa kamatnim stopama i direktno sa promjenom kreditnog kvaliteta.

Obične akcije su takode otplaćene, ali imaju rezidualni zahtjev za zaradama, likvidacijom i aktivom. Taj rezidualni zahtjev za zaradama obične akcije čini ove akcije atraktivnim za investitore. Jedino vlasnici obveznica i preferencijalnih akcija moraju biti isplaćeni, sve nakon oporezivog dohotka korporativnog benefita vlasnika običnih akcija ili u formi dividendi ili reinvestirati u cilju olakšanja budućeg rasta kompanije. I stoga, ne postoje limiti za ove benefite. Obične akcije, zatim, kupuju investitori zbog dividendnog prihoda, čija se prednost ogleda u mogućem povećanju dividendi protokom vremena (ne liče na obvezničke kupone ili dividende preferencijalnih akcija) ili u povećanju kapitala, pa stoga investitori nude veću cijenu akcija očekivanog povećanja zarada.

Viši potencijalni povraćaj kod običnih akcija je praćen višim rizikom. Rezidualni zahtjev vlasnika običnih akcija je nulti benefit ukoliko je mala ili ne postoji zarada poslije plaćanja prioriternih zahtjeva i poreza. Rizik da kompanijski biznis neće proizvoditi zaradu i moguće neizvršenje, naziva se poslovni rizik, i jedinstven je za svaku korporaciju. Svaka kompanija u nekoj industriji ima sopstveni poslovni rizik i svaki ima svoj menadžment, marketing i produkciono snadbijevanje koje mogu biti manje ili više kompetentni u odnosu na konkurenciju. Svaka od ovih ima proizvodnu liniju, proizvodnu sposobnost i reputacije sa kupcima. Kupovanje različitih odluka može široko diverzifikovati poslovni rizik u portfoliju. Jedan od najpoznatijih rizika sa običnim akcijama je tržišni rizik, koji znači da su faktori nezavisni od korporacije – poput ekonomskih novosti, političkog razvoja događaja ili investitorskih predviđanja – koji će imati suprotan uticaj na cijenu akcija. Jasan primjer tržišnog rizika desio se krajem 1987 godine kada su investitori skrhali svoju prodaju akcija, zahvaljujući padu Dow Jones – ovog indeksa pri čemu je ekonomija relativno dobro funkcionisala. I kao što je pisao finansijski žurnal Wall Street » kad krene talas, svi čamci se pomjeraju«. Neke kompanije su oborile zaradu kao rezultat tržišne filozofije pada mnoštva cijena. Ovaj rizik ne može biti diverzifikovan kupovinom mnogo različitih izdatih akcija.

Ne postoji pitanje investiranja u akcije bez rizika, ali je središte rizika najčešće u dvije situacije: (1) Individualne odluke – koje se odnose na individualne akcije i kompanije koje mogu izaći iz biznisa, napuštajući akcionare sa malom ili bez vrijednosti njihovih akcija. (2) Kratko vrijeme sklapanja – rizik akcija je direktno proporcionalan dužini vremena držanja akcija. Kraće vrijeme držanja akcija, znači istovremeno veći rizik. Oba ova problema je moguće relativizirati diverzifikacijom seta akcija i držanjem portfolija na duži vremenski rok. Akcije i akcijski fondovi ne mogu biti riskantni u opštem pogledu, zavisno od situacije u kojoj se koriste.

Investitori u obične akcije imaju različite stilove za selekciju akcija. Dva glavna stila su : (1) Rast i (2) Vrijednost. Investitori sa stilom rasta se koncentrišu na kompanije sa rastućim zaradama za koje oni vide da su u svom brzom kretanju zastali u rastu cijena

dividende, ratio cijena i zarada, knjigovodstveno – cjenovna vrijednost racija i nestalnost cijene akcija. Oni imaju uvijek visok povraćaj aktive i otplaćenog dijela. Tipično, oni plaćaju nešto dividende i koriste zaradu poslije odbijanja poreza umjesto finansiranja dodatnog rasta kompanije. Vrijednost investitora, s druge strane, je tradicionalna mjera procjene hartija – ratio cijena i zarada, knjigovodstvena vrijednost racija i cjenovni keš-flou ratio (bazično definisan kao zarada uvećana za negotovinske troškove). Oni, takode, pokazuju skrivene vrijednosti aktive mnogo više nego podaci iz računovodstva. Jedini proizvod koji zasluđuje da ne bude prepoznat je tržišna pozicija: odnosno gotovina po bazičnoj akciji koji reprezentuju jednostavan procenat cijene akcije. Drugi pristup prodaje je procjena cijene kompanije koja bi bila moguća kada bi došlo do potpune prodaje, a zatim bi došlo do poredenja cijena sa tekućim tržišnim vrijednostima. Neki investitori koriste kombinaciju rasta i vrijednosti investiranja koji se naziva » mješavina«. Oni žele rast ali sa umjerenim cijenama. Njihov pristup identifikacije i kupovine akcija sa rapidnim zaradom raste kod akcija koje su sa trenutno podcijenjenom valutom.

Druga razlika u pogledu akcija dovodi se u vezu sa veličinom kompanija. Korporativna veličina je mjera za tržišnu kapitalizaciju, koja predstavlja broj akcija u istaknutom vremenu tekuće cijene po akciji. Postoje tri opšte veličine diobe kompanija po ovom kriterijumu: mala, srednja i široka kapitalizacija akcija. Kako nema standarne definicije ovog fenomena, treba imati u vidu sledeću empirijsku definiciju: (1) Mikro kapitalizacija akcija – kompanije od 10 miliona do 300 miliona dolara; (2) Mala kapitalizacija akcija – kompanije sa kapitalizacijom manjom od 1 bilion dolara; (3) Kompanije sa srednjom kapitalizacijom akcija – kompanije sa kapitalizacijom između 1 biliona \$ i 5 biliona \$ i (4) Široka kapitalizacija akcija – kompanije sa kapitalizacijom preko 5 biliona \$. Mala kapitalizacija akcija ima veći potencijal rizika i povraćaja od ostala dva tipa. Srednja kapitalizacija akcija je favorizovana od investitora koji vjeruju da su previdjeli mnoge investitore koji su svoju investicionu pažnju fokusirali na ostala dva tipa. Široka kapitalizacija akcija podrazumijeva periode u kojima su njihove performanse dobre, poput perioda u vrijeme slabljenja dolara kada su pomagane multinacionalne kompanije sa izvozom proizvoda jeftinijim za strane kupce. Neki investitori diverzifikuju svoj akcionarski portfolio u liniji sa ovom klasifikacijom veličine.

Na narednoj tabeli su prikazana 12 stilova ulaganja akcijskih fondova

VRIJEDNOST	MIJEŠANI	RAST
Široko pokrivena vrijednost	Široko pokriveni miješani	Široko pokriveni rast
Srednje pokrivena vrijednost	Srednje pokriveni miješani	Srednje pokriveni rast
Malo pokrivena vrijednost	Malo pokriveni miješani	Malo pokriveni rast
Mikro pokrivena vrijednost	Mikro pokriveni miješani	Mikro pokriveni rast

Tabela 3.2. Dvanaest stilova akcijskih fondova³⁵

Nije jedan stil dobar kada omogućava biranje dobitnih akcija. Protokom vremena svaki stil produkuje uspješne rezultate. U nekim godinama se stil rasta nameće iznad stila

vrijednosti, a u ostalim godinama dolazi do suprotnih tendencija. Protokom dužeg vremena, tržišni podaci za malu kapitalizaciju akcija, kao grupu, imaju dobre investicione performanse. Ali na određenu godinu ili kraći niz godina dolazi do malaksavanja akcija. No i pored toga, ovi stilovi se javljaju u ciklusima. Bila bi greška za investitora da »lovi« stilove, počev od performansi promjena. Bila bi, takode, greška držati se jednog investicionog stila, u datoj godini, ukoliko je on lošiji od drugog.

Inostrane akcije nude participaciju u nekoj od vezanih rastućih ekonomija u svijetu. Kao što je poznato, u ovom slučaju postoji potencijalno visok povraćaj, ali i neki rizici prilično egzistiraju. Poput kompanija iz SAD – a i inostrane kompanije su podložne poslovnom i tržišnom riziku. I inostrane akcije su kao i inostrane obveznice opterećene političkim i kursnim rizikom. Na dalje, inostrano računovodstvo i ostala pravila koja se razlikuju od američkih standarda, predstavljaju litirajuće faktore. Takode, inostrana tržišta nijesu dobro regulisana kao tržište SAD-a što otvara mogućnost manipulacije. Inostrane ekonomije nemaju uvijek potrebnu stazu američke ekonomije, pa je neophodno napraviti diverzifikaciju benefita prilikom realizacije portfolija inostranih akcija.

Akcionarski fondovi zahtijevaju susret njihovih investicionih ciljeva sa čitavim ili dijelom korporativne svojine oličene u uplaćenim akcijama. Ovi ciljevi mogu biti tekući dohodak, povećanje kapitala i njihova kombinacija. Dok su ovi ciljevi u neku ruku prilično univerzalni, investicione kompanije ostvaruju mnoge pristupe i stotine različitih fondova ih ostvaruje. Ovaj pristup je obično baziran na prethodnim navedenim stilovima i koncentraciji kompanija na izvjesnu veličinu tržišne kapitalizacije.¹⁶ Na narednoj tabeli prikazan je neto novi keš-flow zajedničkih fondova.

Godina	Akcijski	Hibridni	Bond	Tržište novca	Ukupno	Ukupna imovina zajedničkog fonda
1984	\$ 5.9	\$ 0.3	\$ 13.1	\$ 35.1	\$ 54.3	\$ 370.7
1985	8.5	1.9	63.2	(5.4)	68.2	495.4
1986	21.7	5.6	102.6	33.9	163.8	715.7
1987	19.0	4.0	6.8	10.2	40.0	769.2
1988	(16.1)	(2.5)	(4.5)	0.1	(23.0)	809.4
1989	5.8	4.2	(1.2)	64.1	72.8	980.7
1990	12.9	1.5	6.8	23.2	44.4	1,065.2
1991	39.9	7.1	59.2	5.5	111.7	1,393.2
1992	79.0	21.8	70.9	(16.3)	155.4	1,642.5
1993	127.3	44.2	70.6	(14.1)	228.0	2,070.0
1994	114.5	23.1	(62.5)	8.8	83.9	2,155.4
1995	124.4	4.0	(6.1)	89.4	211.7	2,811.5
1996	217.0	12.3	2.8	89.4	321.4	3,526.3
1997	227.1	16.5	28.4	102.1	374.1	4,468.2
1998	157.0	10.2	74.6	235.3	477.1	5,525.2
1999	187.7	(12.4)	(5.5)	193.6	363.4	6,846.3

Tabela 3.3. Neto novi keš-flow zajedničkih fondova akcionarskog tipa

¹⁶ Money – Novembar 1999 godine pg. 38

U nastavku rada dajemo opis primarnih tipova akcionarskih fondova i načina na koji oni pokušavaju da izadu u susret investicionim ciljevima:

Agresivni rastući fondovi zahtijevaju maksimalan kapitalni dobitak kao svoj investicioni cilj. Tekući dohodak nije značajan faktor. Neki mogu investirati u poslovne akcije nešto van matičnog toka, kao rastuće kompanije, nove industrije, kompanije koje uspijevaju i u teškim vremenima ili privremene industrije. Neki mogu uposliti specijalizovane investicione tehnike: korišćenje opcijskih ili fjučers ugovora, kratkoročne trgovine ili kratke prodaje. Oni mogu, takode, specijalizovati malu kapitalizaciju akcija. U nastavku termin » agresivni rast « ili »mala kapitalizacija « u njihovom nazivu podrazumijeva korišćenje termina »razvojni rast « ili »specijalne akcije«.

Rastući fondovi investiraju u obične akcije kompanija koje nude potencijalni rast cijena akcija. Njihov primarni cilj je obezbjeđenje uvećenje vrijednosti kapitala (posredstvom cijene akcije) u odnosu na tok dividende. Ovi fondovi specijalno uvažavaju korišćenje jednog od stilova investiranja: rast, vrijednost ili kombinaciju ³⁷.

Fondovi rasta i dohotka investiraju uglavnom u obične akcije kompanija koji imaju rast vrijednosti akcija ali, takode, postoji i solidna plaćanja dividende. Ovi fondovi pokušavaju kombinovati dugoročni rast sa stalnim prilivom dohotka i ponekad se nazivaju fondovi »totalnog povraćaja«. Zato što su minorni fondovi u ovoj kategoriji mnogo više nalik rastućim fondovima nego fondovima rasta i dohotka, to je veoma važno obratiti pažnju na oznaku fonda i način na koji se njime aktuelno upravlja.

Dohodno–akcijski fondovi zahtijevaju visok nivo tekućeg dohotka koji je primarno investiran u akcije s pravom učešća u dobiti kompanija sa redovnim plaćanjem dividende. Neka kapitalna povećanja se takode postižu sa ovim fondovima kao povećanje vrijednosti njihovih akcija. Ovi fondovi, takode, obezbjeđuju totalni povraćaj. Dohodno–akcijski fondovi teže inverznom fluktuiranju sa kamatnom stopom zbog tekućeg prinosa na akcije konkurirajući za investiranje dolara sa prinosom obveznice.

Internacionalni fondovi – zahtijevaju rast vrijednosti svojih investicija sa investiranjem u akcije kompanija van SAD-a. Fondovi moraju investirati 65% svog portfolija u svakom trenutku da bi se kvalifikovali za ovu kategoriju. Oni mogu investirati u rapidan rast prekomorskih kompanija i stoga imaju visok potencijal povraćaja od mnogih fondova koncentrisanih samo na američke akcije.³⁸ Nadalje postoji normalan poslovni i tržišni rizik, pa su internacionalni fondovi javljaju sa promjenljivim kamatnim rizikom, političkim rizikom, posebno tržišnim manipulacijama i ostalim manjim finansijskim otkrićima. Neki od ovih fondova se specijalizuju za određeni region, poput Azije ili Evrope. Neki investiraju u zemlje u razvoju tzv. »razvojna tržišta«, a neki u specifične zemlje poput Kine i Japana. Pojedini fondovi su više specijalizovani, pa su samim tim sa većim mogućnostima rizika / povraćaja.

Zlatni fondovi (fondovi plemenitih metala) – zahtijevaju rast vrijednosti svojih investicija investirajući najmanje 65 % svog portfolija u hartije koje asociraju na zlato, srebro i ostale plemenite metale. Ovi fondovi imaju, sa aspekta leveridža, sasvim neprirodnu cijenu plemenitih metala. U početku rudarske kompanije imaju visoke fiksne troškove, limitirane promjenama cijene zlata, pa mogu imati širok uticaj na zaradu kompanije, i stoga i na njihove cijene zbog ovog operativnog leveridža. U skladu sa tim ovi fondovi mogu imati visoku promjenljivost. Tradicionalno, plemeniti metali su zaštićeni od inflacije. Neki fondovi plemenitih metala su specijalizovani za zemlju ili region poput Južne Afrike ili Sjeverne Amerike. Južna Afrika je glavni proizvođač zlata u svijetu, ali politički rizici koji egzistiraju u toj zemlji objektivno je sprečavaju da ostvari značajnije rezultate poslednjih nekoliko godina.

Neki fondovi, po svojoj poslovnoj politici imaju kombinaciju američkih i internacionalnih fondova sa običnim akcijama u portfelju, obveznicama i/ili ostalom aktivom. To ne sugerira da prethodno analizirani fondovi, poput fondova rasta i dohodovnih fondova, nemaju različite tipove aktive. Naredni fondovi teže strategiji beziranoj na svojinskoj kombinaciji hartija od vrijednosti.

Uravnoteženi fondovi – uopšte imaju tri vrste investicionih ciljeva: (1) Konzervativnim investitorima vratiti početni kapital; (2) Platiti tekući dohodak i (3) Promovisanje dugoročnog rasta sa glavnicom i prihodom. Uravnoteženi fondovi imaju u portfoliju mješavinu obveznica, preferencijalnih akcija i običnih akcija. Neki investitori smatraju ove fondove dobrim ukupnim investitorima, zbog njihovog racionalnog miksa u jedan fond. Oni, takođe, uzimaju u obzir »totalan povraćaj« fondova, koji obezbjeđuje i tekući dohodak i uvećanje vrijednosti kapitala.

Fleksibilni portfolio fondovi – su fondovi koji mogu investirati i do 100% portfelja u akcije ili obveznice ili instrumente tržišta novca, zavisno od tržišne kondicije. Oni ustupaju novac menadžerima sa velikom fleksibilnošću i reagovanju na ekonomske promjene. Mnogi fondovi u ovoj kategoriji imaju opšti naziv fondovi »alokacije aktive«, što im omogućava da investiraju takođe u internacionalne akcije, zlatne akcije, hipotekarne akcije, instrumente tržišta novca i ostalu finansijsku aktivu zavisno od specifičnosti fonda. Proporcija ukupne imovine je diskreciono pravo menadžera, osim ako to nije naglašeno u prospektu.

Globalni akcijski fondovi – zahtijevaju visok rast vrijednosti svojih investicija. Stoga, investiraju u hartije od vrijednosti kojima se trguje širom svijeta, uključujući i Sjedinjene Američke Države. Prirodno je da ovi fondovi moraju investirati u najmanje tri države ili valute. U poređenju sa direktnim investicijama, globalni fondovi nude individualnim investitorima lakši put za šire investiranje. Profesionalni menadžeri rukuju trgovinom, arhivirajući dokumenta pri čemu se bave različitim valutama, jezicima, vremenskim zonama, zakonima i regulativom, poslovnim običajima i praksom. Pored dodatno drugačije pravne diverzifikacije, globalni fondovi imaju dva dodatna rizika: (1) Rizik kursnih razlika i (2) Politički rizik. Menadžeri fonda manje vole da osiguraju rizik kursa pomoću inostranih akcionarskih fondova od inostranih obvezničkih fondova, pri čemu akcionarski fondovi ne očekuju stabilnost glavnice kao inostrani obveznički fondovi. Neki globalni fondovi imaju u nazivu termin »rasprostranjen širom svijeta« (»worldwide«), što je veoma važan atribut za neke investitore.³⁹

Prihodno – miksovani fondovi – zahtijevaju da visok nivo tekućeg dohotka bude investiran u prihodno produktivne hartije, uključujući i vlasničke i dužničke instrumente. Menadžeri fonda koriste svoja iskustva zavisno od proporcije vlasničkih i dužničkih instrumenata i rokova dospijeca. Ukoliko menadžeri žele stabilnost neto sadašnje vrijednosti aktive, oni će kupovati kratkoročne dužničke hartije. U slučaju opredjeljenja za kupovinu na duži rok oni će biti više zabrinuti za svoj prihod.

3.3. Fondovi tržišta novca

Instrumenti tržišta novca su kratkoročne (jedna godina ili manje) dužničke hartije često kvalifikovani kao »gotovinski ekvivalenti« zato što se mogu konvertovati za gotovinu brzo i sa svom ili dijelom glavnice. Uvijek tržišna vrijednost ovih hartija fluktuirava inverzno sa kamatnom stopom i ova fluktuacija je minorna. Kamata je oslobođena od poreza izuzimajući blaganičke zapise, neoporezive obveznice, neporezivi komercijalne papire i dnevne obveznice. U nastavku su prikazani glavni tipovi instrumenata tržišta novca.

Blagajnički zapisi – su američke vladine hartije od vrijednosti, koje se prodaju uz diskont, sa rokom dospeljeća do jedne godine. Minimalna vrijednost hartije je do 10 000 dolara. Kamata je različita i zavisi od diskontovane kupovne cijene i roka dospeljeća. Ova kamata je oslobođena državnog poreza na prihod.

Prenosivi certifikati o depozitu – predstavljaju široke certifikate (od 100.000 dolara i više) emitovane od depozitnih finansijskih institucija sa rokom dospeljeća do jedne godine. Za njih se plaća fiksna kamatna stopa koja je oporeziva i po federalnom i po državnom zakonu. Njihov kvalitet je generalno viši ali zavisi od banke koja ih je emitovala. Računi preko 100.000 dolara nijesu osigurani od strane federalne depozitne asocijacije.

Eurodolarski certifikati o depozitu – su prenosivi dolarski denominirani certifikati emitovani od inostranih branši uglavnom Američkih ili inostranih komercijalnih banaka. Kamatna stopa za ove certifikate je nešto veća od ostalih američkih certifikata, zato što oni nemaju razervisane zahtjeve kao off shore certifikate i zato što postoji zanemarivanje političkog rizika.

Američki certifikati o depozitu – predstavljaju dolarske denominirane depozite emitovane od inostranih banaka i njihovih ogranaka u Sjedinjenim Američkim Državama. Dospeljećem od jedne godine ili manje obično podrazumijeva plaćanje kamate po dospeljću. Termin američki certifikat o depozitu ima dospeljeće od dvije do pet godina i podrazumijeva godišnje ili polugodišnje plaćanje kamate. Glavni promoteri emisije su banke sa štabovima u Japanu, Velikoj Britaniji, Kanadi i Njemačkoj.

Komercijalni papir – je kratkoročna hartija, neosigurana od Vladine osiguravajuće asocijacije. Korporacije koriste komercijalne papire kao alternativu pozajmljivanju od banaka. Oni su obično emitovani samo od glavne korporacije i njihov kvalitet zavisi od boniteta emitenta. Obično se prodaje uz diskont sa plaćanjem kamate po dospeljću. Komercijalni papiri imaju rok dospeljeća do 270 dana.

Bankarski akcept - je mjenica Američkih banaka, koja je na osnovu prethodnog dogovora sa komitentom, vučena na banku koju je tu mjenicu akceptirala. Banka preuzima obavezu da sumu na koju glasi mjenica isplati donosiocu na dan dospeljeća. Ako ta obaveza postane predmet trgovanja onda je riječ o bankarskom akceptu. Često se koristi u međunarodnom trgovanju i ima važnu ulogu kao instrument tržišta novca. Kreditni kvalitet zavisi od kreditnog rejtinga banke koja akceptira. Račun glavnice i rok dospeljeća široko variraju zavisno od finansirane transakcije.

Ugovor o reotkupu hartija od vrijednosti (repurchase agreements – »repos«) – predstavlja dvije simultane transakcije: kupovinu hartija od vrijednosti (najčešće obveznica) od banke ili diler a istovremenu ponovnu kupovinu istog kontigenta na termin. Rang reotkupa dospeljeća je od jednog dana do jedne godine, sa najvećim brojem trgovina ispod tri mjeseca. Najmanja trgovina je obično oko 1 milion dolara.

Kratkoročne neoporezive obveznice – su obveznice sa dospeljećem od jedne godine ili manje emitovane od strane države, opštine ili ostalih javnih agencija pri čemu se anticipira budući prihod. Ovaj prihod bi bio anticipiran kao poreski prihod, vladine subvencije ili privremeno finansiranje do dolaska emitovanih obveznica na tržište. Kamata je oslobođena od federalnog poreza na dohodak, a ako su vlasnici lokalni rezidenti i od državnog i lokalnog poreza na prihod.

Neoporezivi komercijalni papiri – su hartije emitovane od država, opština i ostalih lokalnih agencija za privremeno finansiranje ili obezbeđenje radnog kapitala tokom privremenog nedostatka poreskih prihoda. Rok dospeljeća je od jednog do 60 dana. Kamata po osnovu ovih hartija je oslobođena od poreza.

Lokalne obveznice sa promjenljivom i varijabilnom stopom – imaju kuponsku stopu koja je promienliiva periodično na bazi nekog indeksa. Obveznice sa promienljivom

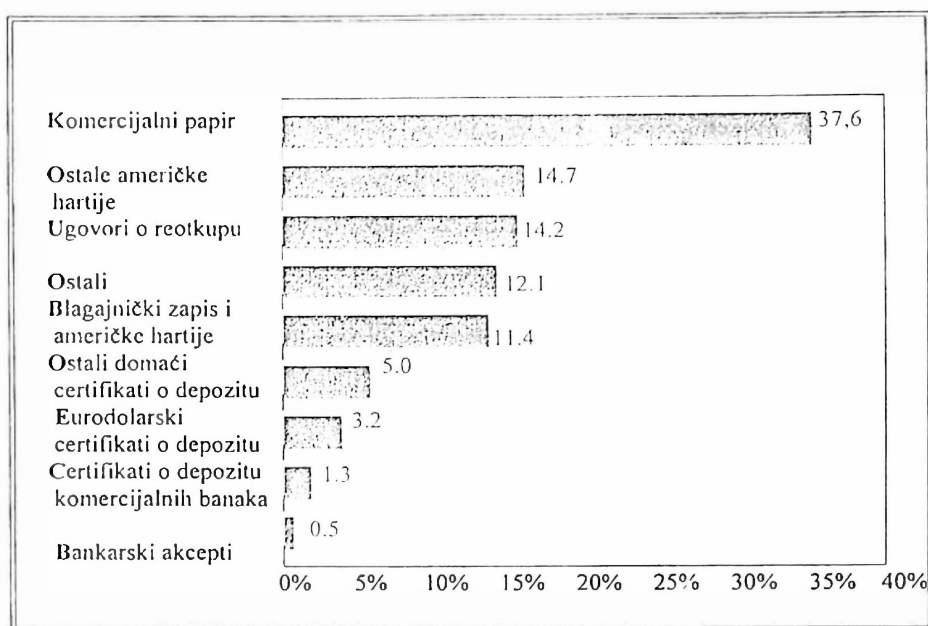
stopom su instrumenti sa kuponom koji je baziran na kratkoročnom indeksu i koji može biti ponovo namješten više od jedanput godišnje. Varijabilna stopa ili podnošljiva stopa obveznica je dužnička hartija bazirana na dugoročnom indeksu. Kuponi su obnovljivi ne više od jednom godišnje i kamata je oslobođena godišnjeg federalnog poreza.

Obveznice po videnju – su obveznice koje su kreirane za povećanje ponude kratkoročnih lokalnih hartija za fondove tržišta novca oslobođene od poreza. Obveznice se sastoje od nametanja (opcija daje vlasniku pravo na zadnju prodaju hartija po specifičnoj cijeni, u ovom slučaju na zahtjev vlasnika) privrženim dugoročnim obveznicama lokalne uprave. Posljednja pozajmica se dostavlja sa kreditnim pismom od strane banke. Neto efekti koje prave dugoročne obveznice u kratkoročnim aranžmanima idu u susret zahtjevima za kupovinu fondova tržišta novca. Ova podrška, naravno, je jedino dobra ako banka ima kreditnu sposobnost. Obično kreditno pismo ističe prije nego što obveznica dospijeva, pa kreditno pismo može biti iznenada emitovano od različite banke koja ima bolji ili lošiji kreditni rejting. Većina fondova zahtijeva objavu takve supstitucije ali zavisno od brokerske kuće koja osigurava obveznicu daju se ove informacije. Kamata na hartije od vrijednosti, ovog tipa je oslobođena od poreza.

Fondovi tržišta novca stiču svoje ime iz činjenice da posjeduju instrumente novčanog tržišta i realizuju investicione ciljeve čuvajući kapital uz ostvarenje tekućeg dohotka. Instrumenti tržišta novca predstavljaju investicionu štednju podržanu odgovarajućim hartijama sa malim rizikom kamatnih stopa. Oni obično (ali ne uvijek) imaju veoma mali kreditni rizik, zato što hartije moraju biti visokog kvaliteta kod kupovine kao i emitenti čija se imovina rijetko brzo mijenja. Konačno, oni su regulisani tako da posjeduju dodatnu sigurnost (odnosno apsolutnu sigurnost koja ne može biti narušena).⁴⁰

Fondovi tržišta novca su odličan izvor likvidnosti zbog njihove neto sadašnje vrijednosti koja može biti i jedan dolar po akciji. Ovi fondovi imaju nižu minimalnu kupovinu (obično oko 1000 dolara) i mogu nuditi privilegije pisanog čeka sa minimumom obično od 250 do 500 dolara, telegrafski servis i mogućnost otkupa posredstvom telefona ili pisma. Oni također, mogu biti prodati bez prethodnog opterećenja. Prinos fluktuiraju sa kratkoročnim stopama kao i dospijećem hartija tržišta novca i može biti reinvestiran po tekućim stopama. Ove stope fluktuiraju sa promjenom stope inflacije ali se ne pojavljuju kao protivteža rizika kupovne moći. Početne kratkoročne stope su obično niže od dugoročnih stopa, pa bi ovi fondovi mogli biti korišćeni kao izvori likvidnosti, sa višim povraćajem dobiti od akcionarskih i obvezničkih fondova. Zbog njihovog nižeg povraćaja, nižih troškova i pojedinačne važnosti treba ih razmotriti sa fondovima tržišta novca. Postoje sledeće velike kategorije novčanih fondova : (1) **Oporezivi fondovi tržišta novca** – zahtijevaju stabilnu neto sadašnju vrijednost investiranu u kratkoročne visokokvalitetne hartije od vrijednosti koje se realizuju na tržištu novca. Ove hartije su stabilne i veoma sigurne, uključujući blagajničke zapise, certifikate o depozitu širokih banaka i komercijalne papire. Po zakonu fondovi tržišta novca moraju imati prosječnu dolarsku težinu dospijeća svog portfolija 90 dana ili manju. Individualni instrumenti moraju imati dospijeće od 397 dana ili manje, dok kod instrumenata koji dospijevaju za više od 397 dana to mora biti posebno istaknuto (promjenljivom stopom ili karakteristikama tražnje) kao akt koji liči na kratkoročne instrumente. Komisija za hartije od vrijednosti zahtijeva limitirano investiranje u sve hartije sa visokom stopom na 5 % ukupne imovine (i sve od ovih 5 % ne smije biti niža od drugog reda, kao AA rejtinga) i nizom maksimalnih investicija u jednu emisiju u visini od 5 % u većini slučajeva. Svakako, ne više od 1% (ili 1 milion dolara, kadkada i više) može biti sekundarnog reda hartija jednog emitenta. Neki novčani fondovi su se specijalizovali samo za trezorske hartije najvišeg kvaliteta ili hartije

federalne vlade sa višim kvalitetom od opštih fondova tržišta novca. Kamata je potpuno oporeziva i na federalnom i na državnom nivou.



Sl.3.1. Tipovi oporezivih hartija portfolija tržišta novca⁴¹

Neoporezivi fondovi tržišta novca nacionalnog karaktera – investiraju u lokalne obveznice sa relativno kratkim rokom dospeljeća. Investitori koji ih koriste zahtijevaju prihod od kamata oslobođen od federalnog poreza sa minimalnim rizikom. Za neke poreske obveznike dio dohotka od može biti cilj za federalni alternativni minimalni porez ukoliko se dug smatra »privatnom djelatnošću«. Komparacija ovih prinosa sa oporezivim prinosima može biti napravljena korišćenjem formula o kojima je ranije bilo riječi.

Neoporezivi fondovi tržišta novca državnog karaktera – liče na ostale fondove tržišta novca osim što je njihov portfolio konstantno emitovan u jednoj državi. Rezidenti te države imaju prednost u oslobađanju poreza na dohodak od federalnog i državnog poreza na dohodak. Ponovo, za neke poreske obveznike, dio dohotka hartija od vrijednosti može biti cilj oličen u minimalnom federalnom alternativnom porezu i prinos bi bio upoređen korišćenjem dvostruke poreske formule, pojedinačno za države bez poreza na dohodak. Neoporezivi fondovi nijesu subjekti sa limitom od 5% emisije jednog emitenta, niti subjekti sa limitom od 5% u drugorazredne hartije od vrijednosti ili limitom od 1% u drugorazredne hartije od vrijednosti jednog emitenta.

Naredna tabela pokazuje da fondovi tržišta novca plaćaju 1% ili 2% godišnje od ostalih fondova. Navedeni primjer koristi investicije od 3000 i 5000 dolara. Ako investirate 3000 dolara na 15 godina na 5.25% dobićete 6 560 dolara. Ali ako investirate na 6.25% dobićete 7 605 dolara, pri čemu je razlika 945 dolara⁴².

⁴¹ Directory of Mutual Funds, pg. 14

⁴² Borrosan W.: "Keys to Investing in Mutual Funds" pg.78

Prinos	Iznos	1 god.	3 god.	5 god.	10 god.	15 god.
5.25 %	\$ 3.000	\$ 3.161	\$ 3.508	\$ 3.894	\$ 5.054	\$ 6.560
	5.000	5.268	5.847	6.490	8.423	10.933
6.25 %	3.000	3.192	3.613	4.091	5.578	7.605
	5.000	5.320	6.022	6.818	9.296	12.676

Tabela.3.4. Prikaz razlike prinosa od 1%

3.4. Specijalni fondovi

Specijalni fondovi su hibridne institucije između individualnih akcija i zajedničkih fondova. Institut za investicione kompanije, također, fondove klasifikuje na izvjesne industrije ili specijalizovana tržišta. Sa izuzetkom indeksnih fondova, specijalni fondovi naglasak stavljaju na jedno tržište ili užu segment šireg tržišta hartija od vrijednosti. Zajednički fondovi koji investicionu selekciju prave na bazi uskog fokusiranja su više promjenljivi od čitavog tržišta ali i manje diverzifikovani od mnogih drugih fondova. Sa ovim dodatnim rizikom postoji i veći potencijalni povraćaj. Lista fondova sa visokim performansama obično uključuje neke specijalne fondove. S druge strane, lista fondova sa najsiriomajšnim performansama, također, sadrži specijalne fondove. Uvijek će investiranje u ove zajedničke fondove obezbjediti visoku diverzifikaciju između emitenata u odnosu na direktno investiranje u neke hartije od vrijednosti koje su pogodne za određenu vrstu investitora. Odlično korišćenje specijalnih fondova je dodatni elemenat u portfoliju koji nije reprezentativan ili je nereprezentativan u portfoliju. Ovi fondovi nerijetko oćaravaju diverzifikacijom svog portfolija. Neki investitori mogu investirati u takve fondove zbog znanja koje imaju o pojedinim industrijama i s toga oni mogu otkriti razvoj koji može donijeti profit. Takođe, mnogi investitori početnici, na žalost, jednostavno kupuju ove fondove zbog njihove težnje dobrim skorašnjim performansama. Ne realizujući ovo fondovi često mijenjaju performanse u ciklusu, pri ćemu investitori ųele da se nađu na vrhu ciklusa.

Specijalni fondovi ne namjeravaju reprezentovati uravnoteųen investicioni program, niti, u većini slućajeva, oni obezbjeđuju znaćajan dividendni dohodak. Selektujući tržišta, individualni fondovi imaju različite investicione ciljeve i tehnike opisane u svakom prospektu fonda. Prepoznatljive su sledeće kategorije specijalnih fondova:

Fondovi sa promjenljivom stopom hipoteke – koji primarno investiraju u vladine hipotekarne hartije sa promjenljivom stopom pri ćemu oni mogu imati u svojini minoran dio fiksne stope hartija. Glavni emitent hipotekarnih hartija sa promjenljivom stopom su Vladina nacionalna hipotekarna asocijacija, Federalna kreditna hipotekarna korporacija i Federalna nacionalna hipotekarna asocijacija. Hipoteka sa promjenljivom kamatnom stopom mijenja svoju kamatnu stopu periodićno, na osnovu indeksa ili troškova fonda. Tipićno, ova rata je promjenljiva svakih šest mjeseci ili godinu dana i postoji limit do koga

sadašnje vrijednosti. U teoriji, promjenljiva stopa hipoteke bi bila relativno stabilna, počev od njihove kamatne stope koja je trasirana dimenzijama tržišne stope. U praksi, ona nije stabilna kao što se očekuje, zbog tržišnih stopa koje mogu rasti sporije od promjenljivih stopa. Promjenljiva stopa hipoteke će padati u cijeni kada prati stope zaostajanje tekućih tržišnih stopa i ona će rasti kada njihova stopa premašuje tekuće tržišne stope.

Fondovi sa konvertibilnim hartijama – investiraju u dužničke ili preferencijalne hartije koje je moguće konvertovati u obične akcije od strane korporacije koja ih je emitovala.⁴³ Investitor prima kamatu i/ili dividendni dohodak od konvertibilnih hartija i potencijal za povećanje je u vrlini postojanja veza sa običnim akcijama. Na primjer, konvertibilna obveznica može biti zamjenljiva za 50 akcija u stoku. Ukoliko raste cijena stoka, rasti će cijena obveznice isto tako dobro (ali ne uvijek istom dinamikom), i od početka je moguće izvršiti konvertovanje u akcije.

Fondovi koji ulažu u akcije Azije i Pacifika – investiraju većinu svoje aktive u akcijski kapital na teritoriju ovih entiteta. Njihovo opredjeljenje je svjetske brzo-rastuće ekonomije i akcije kompanija sa lokacijama značajnog potencijala rasta. Rastuće orijentisani investitori povećavaju moć svog portfolija akcijama rastućih fondova. Početak rapidnog ekonomskog rasta u ovom regionu nije tajna pa akcije ovih fondova protokom vremena dobijaju na cijeni.

Evropski akcijski fondovi – su generalno limitirani svojim portfolijom fokusiranim na Evropske hartije od vrijednosti. Oni mogu varirati sa terminima svojih naglasaka na velike, dobro ustanovljene kompanije ili male, rapidno rastuće kompanije. Zemlje zapadne Evrope i neke zemlje istočne Evrope smatraju se razvijenim tržištima.

Nacionalni (državni) fondovi – primarno investiraju u hartije kompanije jedne zemlje ili Vlade i hartije kompanije za koju se očekuje benefit iz rasta ili razvoja u zemlji ulaganja. To su visoko rizični i fondovi sa visokim potencijalom povraćaja. Oni mogu imati značajan politički rizik, zavisno od zemlje, uvažavajući mogućnost obaranja Vlade, promjene tipa Vlade, Vladinih aktivnosti koje mogu biti manje prilagođene privatnom biznisu. Rizik ovoga tipa je pogodio Američke investitore kada je Meksička Vlada izvršila devalvaciju u 1995 godini i akcije meksičkih kompanija su pale do novoa bankrota.

Fondovi tržišta u razvoju – zahtijevaju visok dugoročan rast investirajući primarno u akcije kompanija ili tekući posao, zemalja i tržišta u razvoju. Ovi fondovi nude značajan potencijal rasta ali imaju politički rizik i rizik kursa, jednako dobar kao poslovni ili tržišni rizik, tipično veći od rizika internacionalnih fondova koncentrisanih u više razvijena tržišta.

Energetski akcijski fondovi – investiraju u energetski sektor u koji mogu biti uključene kompanije koje razvijaju nove energetske efikasnije tehnologije. Ovi fondovi se smatraju jednim od sigurnih puteva za osiguranje od inflacije.

Ekološki akcijski fondovi – kao što im i ime kaže, generalno investiraju u ekološke kompanije. Ovaj sektor uključuje kompanije involvirane u opasan tretman otpada, njegovu reciklažu, konverziju otpada u energiju i ostale zaštite okruženja. Fondovi ovog tipa su nerijetko paravan za specifične socijalne ciljeve.

Zdravstveni i bio-tehnološki akcijski fondovi – investiraju u akcije medicinskih, poljoprivrednih i industrijskih kompanija koje imaju biotehnološke aplikacije. Individualni fondovi mogu naglasak staviti na ograničen dio široke zdravstvene zaštite i biotehnološkog polja, koji su ranga velikih farmaceutskih kompanija, uslužnih kompanija koje prodaju servise za pranje rublja bolnicama i staračkim domovima, kao i početne medicinsko-istraživačke firme. Fondovi, ovog tipa, su ekstremno dobri u poslednjih 5-10 godina u periodu s kraja 1991 godine kada se ova ulaganja smatraju »sigurnim poslom«. Prethodna konstatacija je povezana sa činjenicom da je zdravstvena zaštita rapidno rastuća i veoma

intenzivna u periodima efikasnih ekonomskih ciklusa. Mogućnost zdravstvene reforme koja bi oštro smanjila cijene proizvoda ove industrije, uzrok je pada vrijednosti fondova u 1992 i 1993 godini. Iskustva sa početnim odskokom, a potom pojava »sigurnog posla« nameće opreznost nakon početnog bljeska.

Indeksni fondovi – su fondovi čije kreiranje portfolija odražava specifične tržišne indekse. Od ovih fondova se očekuje da obezbijede stope povraćaja koje će aproksimirati ili odgovarati, pri čemu neće prekoračiti tržište, koje po svojoj prirodi, odražava. Indeksni fondovi nude brojne investicione izbore uključivanjem različite akcijske tržišne indekse ili indikatore internacionalnog ili portfolija obveznica. U početku fondovi ovog tipa ne trebaju analitičare ili portfolio menadžere, pa bi oni imali niže troškove u odnosu na aktivno upravljanje fondom. Takođe, oni teže nižem portfolio obrtu što rezultira poreskim prednostima i manjoj distribuciji kapitalnih dobitaka.

Latino-Američki fondovi – investiraju uglavnom svoju aktivu u hartije Latino-Američkih tržišta. Ponovo, postoji visok rizik/visok potencijalni povraćaj fondova sa nekim rizikom koji je opisan kod fondova tržišta u razvoju, uvećan za dodatni rizik koncentracije u jedan region.

Fondovi sa hartijama prirodnih resursa (sektorski fondovi)⁴¹ – koncentrišu svoje hartije u procese, transport ili tržište prirodnih resursa ili prave mehanizme ili tehnološke sisteme za realizaciju ovih aktivnosti. Prirodni izvori mogu uključiti plemenite i neplemenite metale, minerale i široke proizvode. Ovi fondovi, takođe, vode računa o zaštiti od inflacije, pri čemu su oni više diverzifikovani od energetske fondova.

Fondovi sa hartijama nekretnina – investiraju dominantno u hartije koje participiraju direktno ili indirektno na tržište nekretnina, ali ne samo na njemu. Investiranje može uključiti hipoteke, akcije fondova nekretninama ili akcije kompanija sa ekstenzivnim holdinzima nekretnina. Kompanije za investiranje nekretninama mogu imati hipoteke, akcije ili hibridno biti postavljene. Zbog dohotka, hipotekarne hartije od vrijednosti se ponekad mogu naći u ovim fondovima.

Fondovi malih rastućih kompanija – zahtijevaju agresivan rast kapitala primarno investiranog u akcije relativno malih kompanija sa potencijalno rapidnim rastom. Male kapitalizovane kompanije obično imaju rastuću i razvojnu fazu zavisno od poslovno – životnog ciklusa. Akcijama ovih kompanija se trguje preko vanberzanskog tržišta i njima se, u principu, rijetko trguje. Ove akcije za subjekte predstavljaju više iznenađenje i nestalna tržišna pomjeranja u odnosu na tržišta velikih korporacija ili tržišta uopšte. Akcije malih kompanija naginju izvođenju ciklusa uopšte, za pet ili sedam godina, oni nadigravaju akcije velikih kompanija, i nakon toga imaju suprotna dešavanja. Ovaj poremećaj i pad, uprkos svemu, istražuje indikatore da akcije malih kompanija nadvladavaju sve ostale kategorije hartije sa širokom marginom preko dugog vremenskog perioda.

Fondovi sa specifičnim socijalnim ciljevima – biraju hartije koje prikazuju kompanije sa izvjesnim socijalnim ili etičkim kriterijima uz tradicionalnu mjeru finansijske vrijednosti. Kompanije sa značajnim vojnim ugovorima, značajnim ekološkim problemima ili istorijskim diskriminatornim ciljevima, kao i proizvođači alkohola i duvanskih proizvoda se, takođe, izbjegavaju. Socijalni pogled obezbjeđuje investitorima da svoje vlasničke interese u poslovnom organizivanju ne stavljaju u konflikt sa socijalnim ili etničkim vrijednostima. Fondovi sa specifičnim socijalnim ciljevima mogu biti fondovi tržišta novca, obveznički i dohodni, ili akcijski fondovi.

Tehnološki akcijski fondovi – stavljaju fokus na kompanije koje razvijaju nove procese, tehnologije, ili proizvode na različitim poljima, od poljoprivrede preko tele - i ostalih komunikacija do industrije. Ove kompanije mogu biti male rastuće kompanije koje

imaju visok potencijalni povraćaj ali postoje iskustveni periodi koji »gurnute cijene« čine neodrživom veličinom.

Fondovi sa američkim regionalnim hartijama – se koncentrišu na hartije kompanija u jednom geografskom regionu u državi, radije nego u nekom specifičnom ekonomskom sektoru. Kroz ulaganje fondova u ove manje poznate kompanije njihovi portfolio menadžeri se specijalizuju na otkriće jednog regiona, koji je manje otkriven ranije nego što bi to inače bio slučaj.

Uslužni fondovi – generalno investiraju oko dvije trećine svog portfolija u hartije od vrijednosti emitovane od kompanija iz oblasti industrije usluga. Usluge uključuju kompanije koje obezbjeđuju električnu energiju, prirodni gas, vodu ili komunikacioni servis za javnost. Tradicionalno, ovi fondovi primarno koriste dividendni dohodak stavljajući fokus svog poslovanja na ovaj cilj. Izvjesni fondovi zauzimaju značajnu poziciju na polju usluga električne energije, pa se njihove akcije kreću inverzno od promjene kamatne stope. Ostali fondovi iz ove kategorije imaju ciljeve rasta i dohotka. Posljednje specijalizacije u komunikacionim kompanijama omogućava rapidan rast zarada.

3.5. Zatvoreni fondovi - karakteristike i vrste

Zatvoreni fondovi (često nazivani fondovi kojima se javno trguje) imaju mnogo sličnosti sa otvorenim fondovima. I jedni i drugi su investicione kompanije – čiji je novčani pul nastao udruživanjem više investitora i ima iznajmljene investicione menadžere koji kupuju izvjesne hartije u skladu sa redosledom ostvarivanja investicionih ciljeva. U obje vrste fondova, portfolio menadžeri i istraživačko osoblje odlučuju šta će biti kupljeno ili prodato zavisno od parametara iz prospekta fonda. U većini slučajeva, portfolio je diverzifikovan preko širokog ranga hartija od vrijednosti. Postoje tri vrste izvora profita za akcionare fonda koja su istovjetna : distribucija dohotka, distribucija kapitalnih dobitaka i kapitalni dobitci od rasta vrijednosti akcija. Oporezivanje ovih izvora profita je, takode, istovjetno. Neki fondovi imaju distribucione ciljeve, takve kao 10%, koji, ukoliko nijesu zaradeni, će biti osmišljeni za povraćaj kapitala. Ovaj dio će biti niži od bazičnih troškova fonda i nikada neće unositi zabunu sa povraćajem kapitala. Zatvoreni fondovi prodaju akcije po cijeni determinisanoj od strane tržišta koje predstavlja realnu neto sadašnju vrijednost.⁴⁵

Uprkos njihovim mnogim sličnostima, postoje značajne razlike između zatvorenih i otvorenih fondova:

1. Zatvoreni fondovi nude fiksni broj akcija u vrijeme njihove početne javne ponude, dok otvoreni fondovi kontinuirano nude akcije, sem kada fondovi ograniče emisiju više akcija. Zbog toga što kontinuirano ne nude akcije, zatvoreni fondovi emituju prospekt samo sa inicijalnom javnom ponudom ili ako i kada nude dodatne akcije.
2. Zatvoreni fondovi trguju akcijama na berzi ili na šalterskom tržištu (vanberzi). U skladu sa očekivanjima početne javne ponude akcije zatvorenih fondova se kupuju od ostalih investitora na otvorenom tržištu radije nego od garanta emisije.
3. Neto vrijedost aktive zatvorenog fonda je publikovana nedjeljno radije nego dnevno a u nekim slučajevima se neto vrijednost aktive ne kalkuliše dnevno. Postoje različiti razlozi za ovo: neki fondovi, specijalno jednonacionalni, sopstvene hartije realizuju po težim cijenama; u početku ne postoji privilegija promjene ili otkup od strane fonda, pri čemu postoji manja potreba za dnevno procjenjivanje i dnevnu kalkulaciju neto vrijednosti aktive kojoj su dodati troškovi. Neto vrijednost aktive može obično biti objavljena telefonskim pozivom fondu.

4. Zatvoreni fondovi mogu trgovati uz diskont ili premiju neto vrijednosti aktive, zavisno od ponude i tražnje za svojim akcijama.
5. Zatvoreni fondovi imaju dodatni izvor potencijalnog profita koji nije na raspolaganju akcionarima zajedničkog fonda: povezanost sa fondovskom premijom ili diskontom neto vrijednosti aktive. Akcionari mogu ostvariti profit prodajom uz diskont kroz opadanje neto sadašnje vrijednosti aktive ili ukoliko se povećava premija ili se to čini uz diskontne promjene premije.
6. Investitori plaćaju normalnu brokersku proviziju kada se akcije kupuju ili prodaju. I zatvoreni fondovi biti će kupljeni uz marginalnu ili praznu prodaju (razlika u padu kursa), poput ostalih akcija.
7. Menadžeri zatvorenih fondova imaju manje neprirodan otkup, zato što prodavci akcija fonda prodaju obavljaju na otvorenom tržištu. To je veoma važna činjenica za tržišnu psihologiju odlučnog pada kurseva. Portfolio menadžeri mogu povremeno prodavati akcije kada ne bi željeli da to čine zbog čega moraju povisiti gotovinu za otkup. Uvijek u stabilnim tržišnim periodima, menadžeri zajedničkog fonda moraju čuvati izvjesan račun portfolija u gotovinskim ekvivalentima idući u susret normalnom otkupu. Zatvoreni fondovi mogu biti zatvoreni za investiranje i do 100%.
8. Zatvoreni fondovi dozvoljavaju leveridž u svojoj kapitalnoj strukturi kao i emisiju preferencijalnih akcija i dužničkih instrumenata. Kao i svaki leveridž, on može biti povoljan ili nepovoljan za akcionare, zavisno od troškova njihovog kapitala i relativnog povraćaja koji se generiše za akcionare.

Naredna šema generiše razlike između otvorenog i zatvorenog fonda:

Tip	Kako kupiti akcije	Prodajna cijena	Emitovane akcije
Otvoreni fondovi	Direktno od fondova ili posredstvom prodavaca	Neto vrijednost aktive	Varira
Zatvoreni fondovi	Berza	Tržišna cijena	Ograničen

Sl.3.2. Zatvoreni vs. otvoreni fondovi⁴⁶

Ako se posmatra kratka istorija zatvorenih fondova treba reći da je Holandski kralj Viliam I kreator prvog zatvorenog fonda u 1882 godini. Novi investicioni koncept se širio Evropom ali je pojedinačno bio najpopularniji u Škotskoj u 19 vijeku, u periodu 1863 – 87 godine, čime je kasnije obezbijeden model za efektne banke i fondove u Sjedinjenim Državama. Prvi zatvoreni fond je bio kreiran u Bostonu 1893 godine.⁴⁷ Tokom 1920 godine zatvoreni fondovi su bili dominantan tip udruženog investiranja, ali oni dolaze u drugi plan kada otvoreni fondovi rastu po broju i imovini tokom sledeće dekade. Danas su zatvoreni fondovi ponovo popularni i jedna od pet akcija koje se dnevno kotiraju na listingu Njujorške berze su akcije zatvorenog fonda.

⁴⁶ Borrosan W.: "Keys to Investing in Mutual Funds" pg.16

⁴⁷ Anderson C. S. and Born A. J.: "Closed-end Investment Companies Issues and Answers", pg.6

Postoji više vrsta različitih zatvorenih fondova, koji su dohodovno i rastući orjentisani u korist investitora. Opšti tipovi uključuju sledeće:

Uravnoteženi fondovi – koji za razliku od otvorenih fondova investiraju u obične i preferencijalne akcije i obveznice, čime se obezbeđuje ostvarivanje tekućeg dohotka i očuvanje vrijednosti kapitala.

Obveznički fondovi – obezbeđuju dohodak investiran u različite obveznice, uključujući visokokvalitetne korporativne obveznice, obveznice sa nižom kamatom i beskamratne obveznice, vladine obveznice, obveznice lokalne uprave i obveznice inostranih vlada. Rizik u ovom slučaju zavisi od specifične svojine obveznica, o čemu je bilo riječi na prethodnim stranicama rada. Po pravilu ovi fondovi ulažu najmanje 25 % svoje aktive u obveznice.⁴⁸

Konvertibilni obveznički fondovi – investiraju u konvertibilne obveznice i konvertibilne preferencijalne akcije i dohodak i potencijal za povećanje kapitala.

Diverzifikovani akcijski fondovi – investiraju primarno u diverzifikovani portfolio običnih akcija, često sa ciljem očuvanja kapitala, pri čemu bi, dohodak, kao cilj bio, takode, značajan.

Fondovi sa dvostrukom svrhom – su se pojavili 1960 godine idući u susret dva cilja investitora kroz jednu hartiju od vrijednosti fonda. Ovakav pristup zahtijeva dvije klase akcija, neke dohodne akcije koje primaju sve fondove sa neto investicionim dohotkom i kapitalne akcije, koje reflektuju promjene u vrijednosti fondovskog portffolija. Ovo obezbeđuje leveridž da polovina akcionara dobija dohodak a polovina kapitalnu dobit. Kada su ovi fondovi formirani, specifični datum i cijena su specificirani u odnosu na dohodnu akciju za koju će biti otkupljeni. Poslije otkupa, držaoci kapitalnih akcija obezbeđuju fondovima ostatak aktive u proporciji sa njihovim vlasništvom akcija.

Specijalni fondovi – su u većini slučajeva prilagođeni specifičnim ciljevima investitora i zahtjevima visokospecijalizovanih analiza. Obimne varijacije industrija i zemalja širom svijeta se nalaze između ovih grupa. Inostrane investicije su bile popularne u poslednjih deset godina, zbog čega su investitori potvrdili potencijal investiranja u rapidno rastuće ekonomije zemalja u razvoju. Jednonacionalni fondovi su karakterični za Kinu, Brazil, Njemačku, Koreju, Tajland i Japan. Ovaj tip fondova, je drugačiji od dvociljnih fondova koji su bili prethodno opisani kao otvoreni fondovi i imaju istovjetne karakteristike.

3.6. Fenomen diskonta kod zatvorenih fondova

U većini slučajeva, zatvoreni fondovi trguju uz diskont u odnosu na neto vrijednost aktive poslije inicijalne javne ponude akcija. Razlozi za diskont kod zatvorenih fondova su različiti. Jedan od razloga je što je, nakon inicijalne javne ponude, manji publicitet o njima i mnogi profesionalni investitori su više zainteresovani za nastavak ostalih investicija, pri čemu postoji smanjenje tražnje za akcijama. Sledeći razlog je mogao biti oličen u generalnom opadanju akcija u pogledu globalnog tržišta. Treći razlog je opadanje tražnje za akcijama na tržištom segmentu na kome je situiran određen fond. Na primjer, u 1995 godini, kada su neki članovi Kongresa sugerisali ideju o ravnomjernom porezu na dohodak, zatvoreni fondovi sa lokalnim obveznicama su krenuli u dublji diskont, zato što bi takav porez eliminisao prednost oslobađanja poreza na dohodak

Postoji više specifičnih razloga zbog kojih zatvoreni fondovi trguju uz diskont.⁴⁹ Oni uključuju:

⁴⁸ CDA / Wiesenberger Investment Companies Service – Investment Companies Yearbook 1999 no 23

- **Oskudne investicijske performanse** – koje mogu imati prednost za fond u uslovima slabe tražnje za njegovim akcijama.
- **Široka nerealizovana kapitalna dobit u portfoliju** – ukoliko se realizuje, ona bi bila poklon akcionarima sa širokim poreskim obavezama.
- **Prisustvo derivata ili nelikvidnih hartija u portfoliju** – pri čemu derivati imaju izuzetan povraćaj, ali i istovremeno dodatni rizik za fond. S druge strane, nelikvidne hartije takve kao pismo akcijama (akcije sa restrikcijama na svoju prodaju koji se emituju direktno od institucionalnih investitora) teško ostvaruju procjenu.
- **Visoki troškovi** – mogu učiniti fond manje poželjnim od sličnih fondova;
- **»Otrovna pilula«** - predstavlja proviziju koja nastaje drugačijom konverzijom nego kod fondova otvorenog tipa. Za fondove koji se prodaju uz diskont neto vrijednosti aktive, konverzija bi bila prednost za akcionare, pri čemu bi se cijena akcije penjala do neto vrijednosti aktive. Otrovnost pilule oduzima ovaj potencijal.

Postojanje diskonta obezbjeđuje permanentnu opreznost investitora. Jedna od investicionih tehnika koristi identifikaciju takvih mogućnosti upoređujući tekući diskont za fond sa njegovim istorijskim diskontom. Ukoliko je tekući diskont veći, stiču se uslovi za kupovinu tog fonda.

Kupovina fonda uz diskont obezbjeđuje leveridž, u tom slučaju vrijednost aktive od 1 dolara može biti kupljena, možda, za 0.90 dolara ili 0.85 dolara. Diskont, takode, obezbjeđuje viši prihod u odnosu na fond kojim se trguje po neto vrijednosti aktive. Nadalje, diskont obezbjeđuje neku silaznu zaštitu početnog portfolia po cijeni koja je manja od pune vrijednosti. Povremeno, kupovanje uz diskont nije potrebna formula za generisanje kapitalnog prihoda. Pažljiva analiza zahtijeva determinisanje razloga za diskont, a nakon toga procjena da li je diskont opravdan.⁵⁰

Neki fondovi trguju sa premijom **neto vrijednosti aktive**. Najopštiji razlog za ovu situaciju nalazi se u činjenici da su fondovi ekstremno popularan investicioni segment. Na primjer, nakon pada Berlinskog zida 1989 godine, fondovi nekoliko zemalja su trgovali sa premijama, zato što su investitori anticipirali značajan ekonomski rast regionu. Jedno vrijeme, Njemački fond je bio sa 100% premijom, Austrijski fond sa 85% premijom i Španski fond sa 145% premijom. Ostali razlozi za ove vrste premija neto vrijednosti aktive su u ostalim putevima participiranja u pojedinačnim tržištima. Kao jedan primjer, Koreanski fond je bio godinama jedini put investitorima koji su investirali u Koreansku brzo rastuću ekonomiju. Ovi fondovi su trgovali premijama i bili bogatiji za 127% od neto vrijednosti aktive neko vrijeme. Treći razlog bi mogla biti odlična reputacija menadžera fonda. Dok investitori stavljaju fokus na diskont ili premiju neto vrijednosti aktive zatvorenih fondova i fondove da li su širi ili manji, istovremeno ne gubeći iz vida fundamentalne hartije fonda. Nakon »dugog putovanja«, fundamentalne hartije će biti determinisane u većini slučajeva investicionim povraćajem akcionarima.

Povećanje kapitala se odnosi na novi kapital zatvorenih fondova koji se koristi za prava ponude. Postojeći akcionari su emitovali prava, bazirana na broju hartija u portfelju. Kupovinom dodatnih akcija po predodređenoj pretplatnoj cijeni ostvaruje se obično diskont fondove tržišne cijene od pojedinačno datirane procjene. To je obično uzimanje nekoliko razloga (tri ili više), poput kupovine svake nove akcije i uzimanje ovih prava na 30 do 45 dana. Prava ponude ublažavaju poziciju akcionara koji nijesu iskoristili svoja prava ili koji su ih prodali kada se fondom trgovalo uz diskont. Ukupna vrijednost imovine raste, ali neto vrijednost aktive opada zato što postoji više akcija.

Povećanje novog kapitala od postojećih akcionara kroz plan reinvestiranja – se odnosi na preko 90% ponude zatvorenih fondova za reinvestiranje dividende i kapitalne

profesionalci očekuju pomoć investitora oni treba da razumiju sadržaj prospekta. U nastavku će biti dati glavna polja i sadržaji prospekta:

Naziv fonda i datum prospekta – prospekti trebaju se ažurirati ne kasnije od 16 mjeseci nakon posljednje fondovske fiskalne godine i moraju biti ažurirani najmanje jednom godišnje. Prilikom čitanja, ne treba sumnjati, čita se zadnja edicija. Ranije kopije se ne mogu reflektovati na izvjesne promjene.

Minimalne investicije – Ukoliko je minimalni dolarski račun zahtijevan za otvaranje računa visok za klijenta, ne treba prospekt čitati dalje. Ali se treba ograničiti na specijalne minimume sa nižim minimumom, poznat kao periodični investicioni program ili penzionirani račun.

Investicioni ciljevi ⁵³ – moraju odgovarati željama investitora. Na primjer, traži se stalni izvor dopunskog dohotka pa objektivni dugoročni cilj povećanje kapitala ne može biti prikladan.

Performanse – ukoliko su brojevi iz istaknute finansijske tabele nezadovoljavajući, treba tražiti sledeći prospekt. Ukoliko je njime investitor djelimično zadovoljan treba razmotriti druge izvore informacija.

Rizik – se definiše činjenicom da različiti investitori mogu tolerisati različite nivoe rizika. Performanse iz prošlosti ne mogu garantovati bezbrižan pristup budućim problemima. Pažljivi izbor tipa rizika u prospektu govori o očekivanjima.

Servisi – govore o pojedinačnim karakteristikama usluga koje su od značaja za investitora poput pisanja čekova, telefonskih promjena, automatskog investiranja koje nudi dati fond.

Provizija i prodajni troškovi – su potrebni investitorima da bi bili u saznanju da li će oni biti niži ili viši u odnosu na slične fondove sa kompatibilnim politikama i ciljevima. Na primjer, ukoliko bi rastući fondovi bili predmet razmatranja, investitori bi analizirali tabele sa provizijama u prospektima nekoliko sličnih fondova da bi dobili ideju šta očekuju. Naravno, provizija je jedan od mnogih faktora koji utiču na selekciju zajedničkog fonda.

Zahtijevani obuhvat izvještaja – se odnosi na Komisiju za hartije od vrijednosti i sadrži set informacija o fondu koji bi potencijalni investitori trebali da znaju prije investiranja. Pažljivim čitanjem se može doći i do sadržaja budućih referenci. Iskaz o dodatnim informacijama na odgovarajući datum je popunjen od Komisije za hartije od vrijednosti i raspoloživ je od strane fonda. Ova izjava mora ukazivati na to kako da se objelodani Izvještaj sa dodatnim informacijama. Efektivno, to je upozorenje investitorima da čitaju informacije prije nego što investiraju nešto novca. To je takode indikator raspoloživosti ostalih informacija o fondu i načina na koji mogu biti objelodanjeni. Za fondove tržišta novca, ostali zahtijevani iskazi se mogu čitati na sledeći način: Investicije u fondove tržišta novca nijesu osigurani niti garantovani od strane Američke Vlade. Ne postoji uvjerenje da će fond sačuvati stabilnu neto sadašnju vrijednost od 1 dolara po akciji. Pravila Komisije zahtijevaju da ove stranice budu pokriven jezikom koji investitor razumije da akcije fondova tržišta novca nijesu osigurane kao bankarski sertifikati o depozitu i bankarski novčani depozitni računi. Pored toga, fondovi tržišta novca imaju istorijski dokaz da se nalaze između štednih investicionih proizvoda.

tržištu ili emisijom dodatnih akcija od strane fonda. Ukoliko fond trguje uz diskont, reinvesticiona cijena je obično tržišna cijena. Ukoliko fond trguje sa premijom, reinvesticiona cijena je viša od neto vrijednosti aktive ili 95% tržišne cijene.

Pored prethodno navedenih postoje **novi tipovi zatvorenih fondova**. Komisija za hartije od vrijednosti je adaptirala pravila kreirajući dva jedinstvena zatvorena fonda:

(1) *Intervalno zatvoreni fond* – koji može ponuditi kupovinu 5% do 25% svojih izvanrednih akcija (akcije koje su već u javnosti i prilikom naredne transakcije imaju karakter trezorskih akcija) od investitora svakih 3,6 i/ili 12 mjeseci.

(2) *Diskrecioni zatvoreni fond* – koji otkupljene akcije u prethodno opisanom intervalu mogu ponuditi za kupovinu nazad ili sve svoje izvanredne akcije ne više frekventno od jednom u svake dvije godine.

Sav interval i otkup diskrecionog zatvorenog fonda je napravljen na neto vrijednost aktive, pri čemu subjekt ima maksimalnu otkupnu proviziju od 2%. Ova otkupna provizija ima intenciju smanjenja mogućnosti značajnog diskonta koji se može dogoditi.

Ako posmatramo zatvoreni fond sa 20 miliona akcija koji želi da uveća broj akcija za dva miliona. Fond prodaje za 9 dolara po akciji, i 10% diskonta za njihovih 10 dolara neto vrijednosti aktive. Pretplatna cijena je za ovaj set je 8.5 dolara po akciji. Ukoliko je ponuda potpuno u pretplati, ona će porasti 17 miliona, povećavajući aktivu za 217 miliona dolara i broj akcija na 22 miliona. Neto vrijednost aktive pada na 9.86 dolara po akciji (217 miliona podijeljeno sa 22 miliona). Ublažavanje bi bilo više da je diskont bio širi od 10% ili viši od 2 miliona akcija koje su prodane. Ukoliko fond trguje sa premijom, može se ponoviti događaj i neto vrijednost aktive može porasti zavisno od ponudjenog prava.

3.7. Izvori informacija o fondu

» Znanje je snaga« je maksima koju je prije nešto više od 400 godina upotrijebio Francis Bacon koja je tada imala je karakter aforizma. Istina je da je ovaj generalni princip jednako aktuelan i danas za inteligentnog investitora.⁵¹ Naredni dio rada će prikazati različite izvore saznanja koji su od značaja za razumijevanja pojedinih zajedničkih fondova i pri tome mogu pružiti adekvatnu pomoć prilikom investiranja u zajedničke fondove.

U nastavku će biti prikazani glavni izvori informacija za selekciju određenih zajedničkih fondova, uključujući fondovske prospekte, godišnje izvještaje i glavne statističke servise. Time se obezbjeđuju informacije finansijskog karaktera i odgovarajuće savjetničke usluge zajedničkog fonda. S toga su istinite i pravovremene informacije ovog tipa od suštinske pomoći investitorima kako ne bi napravili pogrešan poslovni korak. U posljednje vrijeme je značajno porastao broj izvora i novih servisa koji pomažu investitoru da bude efikasniji u investiranju.⁵²

3.7.1. Prospekt – elementi i značaj

Prospekt je legalni dokument koji nudi javnosti hartije od vrijednosti, uključujući fondovske akcije. On mora sadržati izvjesne informacije koje obezbjeđuju puno i potpuno objelodanjivanje svih materijalnih informacija o fondu koje su potrebne investitoru kada razmatra mogućnost investiranja. Dio nastavka informacija se mora pojaviti kao tehnika za samog investitora. Premda, Američka Komisija za hartije od vrijednosti i Federalna agencija regulišu zajedničke fondove, pregovori o jednostavnim prospektima zahtijevaju izvjesne godine, dok su ostali zahtjevi relativno tehničke prirode. Ukoliko investicion

Zahtijevano odricanje - podrazumijeva da je to zahtjev Komisije za hartije od vrijednosti u vezi sa hartijama koje ne moraju odobrene kako od Savezne komisije tako i od državnih komisija što mora odgovarati navodima kako po adekvatnosti tako i po tačnosti pruženih podataka. Federalni i državni autoriteti žele da razumiju investitore i da im pruže odgovarajuću zaštitu koja se mora odnositi na sve fondove u cilju realizacije odgovornosti za informacije sadržane u prospektima .

Akcije zajedničkih fondova se mogu ponuditi i prodati instituciji na koju će se prenijeti dodatna odricanja. To je, intencija, da se učini jasnim nedepozitni karakter fonda i ne posjedovanje garancija od strane niti jedne banke ili federalne Vlade. Na prospektu može biti jasno napisano: »Akcije zajedničkog fonda nijesu depozitnog ili obligacionog karaktera i nijesu grantovane od banke ili neke depozitne institucije. Akcije nijesu osigurane od federalne asocijacije za osiguranje depozita, federalnog borda ili ostalih agencija. Akcije su subjekt investicionog rizika, uključujući mogući gubitak glavnice koja je investirana.«⁵⁴

Izjava o investicionim ciljevima - je fokusirana na jedan ili više njih: (1) Stabilnost – se ogleda u zaštiti glavnice investiranog računa sa opadajućim rizikom poznatim pod nazivom » čuvanje kapitala«; (2) Rast – porast vrijednosti investirane glavnice kroz kapitalnu dobit (reflektuje se na povećanje vrijednosti akcija); (3) Dohodak – generiše se stabilan tok dohotka (za neke fondove, neoporezivi dohodak) kroz dividendu. To je kritična masa ciljeva za investitora koji su kompatibilni sa ciljevima fonda.

Tabela provizija – sumira sve troškove investiranja u fond i ostale provizije plaćene od zajedničkog fonda i ponekad se naziva “ sumarni troškovi fonda”. Tabela provizija se nalazi ispred prospekta i može se podijeliti u tri sekcije. Prva sekcija sumira “*akcionarske transakcione troškove*”, čija troškovna provizija direktno opterećuje račun akcionara za specifične transakcije, na primjer, kupovinu, zamjenu ili otkup. (Provizija za specijalni servis, kao što je telegramske transfer koju ne koriste svi investitori ne može biti reflektovana u ovoj tabeli) Druga sekcija indicira na fondove operativne troškove. Dok treća sekcija prikazuje hipotetički primjer efekata provizije na zarade u periodu 1, 3, 5 ili 10 godina. Ovakav prikaz dat je na narednoj tabeli.

I hipotetički primjer uključuje provizione tabele koje su upravo takve – hipotetičke. Pretpostavljena veličina fondovih troškova ostaje konstanta tokom vremena. Ona, takode, pretpostavlja jedinstvenu stopu povraćaja za sve fondove koja ostaje fiksna protokom vremena. Zbog toga što oba povraćaja i troškovi variraju, investitorovo aktuelno iskustvo će biti različito od hipotetičkog. Mnogi prospekti uključuju izvještaje sa takvim efektima.

	Fond A	Fond B
Maksimalno dodatno opterećenje nametnuto kupovinom (kao procenat ponuđene cijene)	5.75%	
Maksimalno prodajno opterećenje nametnuto reinvestiranom dividendom	0%	0%
Reinvestirane dividende	0%	0%
Kontingent odloženih	0%	5%
Otkupna provizija	0%	0%
Razmjenska	0%	5%
Godišnji operativni troškovi (kao procenat prosječne neto aktive)		
Menažerska provizija	0.5%	0.6%
12b - 1 Provizija	0%	0.25%
Ostali troškovi	0.4%	0.2%
Ukupni operativni troškovi	0.9%	1.05%

Tabela 3.5. Tabela provizija - akcionarski transakcioni troškovi⁵⁵

Istaknuta finansijska tabela – je locirana ispred prospekta u neposrednoj blizini tabele sa provizijama. Ona obezbjeđuje informacije o tome kako fond radi sa novcem koji je investirao. U njoj je prikazano šta bi bilo sa zaradama u dividendi i distribuciji kapitalne dobiti, kao indikatoru po jednoj akciji svake godine. Ona, takođe, pokazuje neki porast ili pad vrijednosti date akcije tokom godine. Fondovi zahtijevaju prikaz svojih rezultata svakih prethodnih 10 godina, ili u slučaju da fond nije stariji od 10 godina pa se ovaj prikaz čini za svaku godinu postojanja. Obavezno moraju biti navedene informacije za prethodnih 5 godina.

Performanse – su nastale kao rezultat razvijanja standardizovanih formula od strane Komisije za hartije od vrijednosti u cilju olakšavanja komparacije između fondova. Svi fondovi čije performanse figuriraju moraju koristiti ove formule koje su kalkulisane u podacima. Jedan set formula primjenljiv je na fondove tržišta novca (kako na oporezive tako i na neoporezive, dok je ostali set primjenljiv na ostale tipove fondova). Većina fondova uključuje samo kratko objašnjenje kako se performanse kalkulišu u prospektu, a neke grupe fondova takođe obezbjeđuju navode aktuelnih performansi za specifične vremenske periode. Aktuelne performanse se, takođe, mogu naći u iskazu dodatnih informacija sa aktuelnim izjednačavanjem korišćenih kalkulisanih performansi. U prospektu, fondovi će naglasiti ovu prednost brojčanih performansi koje se reflektuju na istorijske zarade za tretirani prednosni period i buduće performanse koje mogu biti bolje ili lošije u odnosu na prošle performanse. Fondovi (osim fondova tržišta novca) moraju obezbijediti grafičku komparaciju performansi sa široko baziranim indeksima i moraju diskutovati o efektima strategije i tržišnih uslova fondovskih performansi. Ovo može biti u prospektu ili godišnjem izvještaju (mnogi fondovi koriste izvještaj u kom slučaju fond mora preduzeti obezbjeđenje tog izvještaja i odgovarajuće troškove za svako lice koje razmatra prospekte).

Investiciona politika – je i nastavak od rizika opisanog u karakteru fonda. U većini slučajeva, ona reprezentuje jezgro ili srž prospekata. Sekcija investicione politike detaljno objašnjava tipove hartija – akcija, obveznica, hartija novčanog tržišta i td. koje fond investira u ostvarenje svojih ciljeva. Ova sekcija, takođe identifikuje, u generalnim terminima, investicioni stepen ili kvalitet određenog tipa hartija, vrstu organizacije njihove emisije i tipa transakcije i investicione tehnike koje fond koristi shodno svojim ciljevima.

To može uključivati: (1) Davanje i pozajmljivanje novca; (2) Pisani ili nabavni stelažni posao; (3) Marginalnu prodaju kratkoročnih hartija ili njihovu kupovinu; (4) Korišćenje kompjuterskog sistema za selekciju investicionih ciljeva; (5) Nabavku inostranih hartija i trgovinu stranom valutom i (6) Ulazak u ugovor o otkupu ili budući ugovor.

Sekcija investicione politike, takode, sadrži restrikcije i/ili limite fondovih investicionih politika, poznatih kao maksimalan račun aktive koji može biti držan u kešu ili maksimum koji može biti investirano u jednu industriju ili kompaniju. To je indikator za koji politika zahtijeva odobrenje akcionara prije nego što bude promijenjena. Nerijetko zapisano stanje mnogih fondova u ovoj sekciji koji imaju pravo da pomjeraju neki račun svoje aktive u gotovinu, vladine hartije, ili ostale relativno sigurne investicije za "privremeno defanzivne svrhe" kada se pojave neuobičajeni iskustveni uslovi.

Investicioni rizik – većina investicionih fondova pokušava minimizirati rizik kroz diverzifikaciju. Postoje, takode, različiti specifični rizici koji asociraju na specifične tipove fondova sa specifišnim tipovima hartija u koje oni investiraju. Ovaj dio prospekta opisuje glavni rizik asocirajući investiranje u dati fond pojedinačno i u dati tip fonda uopšte. Svako investiranje sadrži neke tipove rizika. Ne mogu zajednički fondovi štititi investitore potpuno od rizika koji su neodvojivi od naglašenih investicija u hartije od vrijednosti. Diverzifikacija može eliminisati ili minimizirati izvjesne rizike ali ne i u potpunosti. Ključ razumijevanja rizika i njegovog determinisanja je relativno prihvatljiv potencijalni povraćaj.

Portfolio povraćaj – stopa fondovskog portfolio povraćaja se može naći u naglašenoj finansijskoj tabeli. Portfolio povraćaj je mjera veličine kupovine i prodaje investicija koje fond drži. On se izračunava podjelom ukupne kupovine ili prodaje, bilo koja je manja, sa prosječnom mjesečnom tržišnom vrijednošću portfolija hartija fonda. Hartije koje su kratkoročni instrumenti, kada je kupovina fonda u pitanju isključuju se iz ove kalkulacije. Fondovi sa visokom stopom povraćaja teže iskustveno visokim troškovima. Brojni su faktori koji doprinose povraćaju fonda: (1) Investiciona filozofija fonda; (2) Prodaja i otkup akcionara; (3) Veličina zaštite od kursnog rizika od strane menadžera fonda; (4) Promjena tržišnih uslova i (5) Dospijće instrumenata u portfoliju fonda. Na povraćaj ima znatan uticaj porez, kod hartija koje se prodaju uz profit čiji je rezultat distribucija kapitalne dobiti.

Informacije o investicionom savjetniku fonda – sadrže ime i adresu kompanije koja selektuje investicije fonda, zajedno sa opisom njihovog iskustva, njihovih usluga i ostalih podataka. Mnogi investicioni savjetnici takode "upravljaju" fondom – pa oni obezbjeđuju kancelariju, osoblje i opremu potrebnu za stvaranje sigurnosti u pridržavanju fonda svim legalnim i računovodstvenim zahtjevima. Informacije o dnevnom upravljanju fondovskim portfolijom su, takode, date ovdje.

Informacije o portfolio menadžerima fonda – uključuju imena i biografije lica koja su primarno odgovorna za dnevni menadžment portfolija fonda koja se obično može naći u prethodnom dijelu investicionog savjetnika. Primarni interes investitora je dužina vremena koje je menadžer proveo u fondu kao i period u kome je upravljao novcem. Fondovi tržišta novca i indeksni fondovi ne zahtijevaju uključivanje informacija o portfolio menadžerima u njihove prospekte. Nerijetko, zajedničkim fondovima kojima upravlja odbor može prihvatiti jednostavno stanje činjenica umjesto identifikovanja svakog člana ponaosob.

Informacija o transfer agentima fonda – sadrži imena i adrese agenata transfera fonda. Transfer agenti su kompanije – najčešće komercijalne banke – određene da održavaju redosled svojih akcionara, nude rješenja nekih pitanja i problema sa redosledom, pripremaju računovodstvene izvještaje, poreske informacije i ostale akcionarske izvještaje. (Fondovi koji koriste sopstvene performanse organizuiu unutrašnji servis kao i ostale)

transfer agente) U većini slučajeva, investitori koji imaju pitanja o svom računu pitali bi ili pisali transfer agentu identifikujući ga u prospektu.

Prava akcionara – dio prospekta koji sumira prava i privilegije akcionara fonda. Vjerojatno najvažniji od njih je “ravnopravnost interesa” koji je ideja svih akcionara reprezentovana u jednakom stepenu svojine osiguranih akcija fonda kao nekih drugih akcija. (Fondovi koji emituju raznovrsne klase akcija mogu opisati različite provizije i različita prava glasa prilagodljiva pojedinačnim klasama.) Ostala važna privilegija je pravo glasa na čitavu emisiju koja zahtijeva glas svih akcionara.

Distribucija zarada – jasno opisuje distributivnu politiku fonda. Pojedinačno ona sadrži sledeće: (1) Koliko često se dividenda objavljuje? (2) Kada se dividenda plaća? (3) Da li dividenda može biti radije uložena u dodatne akcije (reinvestirana) ili gotovinski isplaćena? (4) Kada se realizovana kapitalna dobit distribuira? (5) Kada realizovana kapitalna dobit može biti reinvestirana? (6) Kakva je procedura za pravljenje ili promjenu opcije plaćanja?

Porezi na zarade – ova sekcija indicira na očekivane poreske implikacije na investicije. Na primjer, izvještaji da reinvestirana zarada (distribucija) oporeziva u godini distribucije je objavljen ili zarade su neoporezive u slučaju distribucije prihoda od obveznica lokalne uprave. Zbog toga ova sekcija obavezno govori širokim kategorijama akcionara pri čemu nije supstitut za zamišljenu reviju individualnih poreskih situacija i puteva koje mogu biti neprirodni za investicije u fond.

Kako kupiti akcije? – je dio prospekta koji omogućava investitoru da razumije kako može izvršiti nabavku akcija, koja je cijena plaćanja determinisana i kakva je politika fonda koja se odnosi na minimalne kupovinu i specijalne planove kupovine. U nastavku ovog dijela biće dati odgovori na neka od ovih pitanja:

- Od koga? Ova sekcija identifikuje kompanije od kojih investitori mogu kupiti akcije fonda.
- Po kojoj cijeni? Ovdje je, takođe, izloženo kako fond determiniše cijenu za kupovinu akcija, uključujući obračun prodajne cijene. Sekcija sadrži objašnjenje o proviziji i troškovima za kupovinu i listing otkupa u tabeli provizija ispred prospekta.
- Je li to minimum? Neki fondovi zahtijevaju minimalni dolarski račun kako za početnu tako i naredne investicije. Minimum može biti različit zavisno od tipa računa. Na primjer, fond može reducirati minimum zahtjeva za individualni penzioni račun.
- Postoji li neki specijalan penzioni plan? Negdje investitor nalazi opis specijalnih planova koje fond može ponuditi, reducirane prodajne troškove, poznate kao “pravo na akumulaciju”, “pismo o namjerama” i grupu prodajnih planova. Specijalne cijene i procedure za penzioni plan, plan povlačenja i prosječni dolarsko-troškovni plan koji je takođe, detaljan, sa dobrim informacijama o konverziji ili promjeni akcija između fondova iste familije. To je veoma važno za realizaciju koja promjene involvira u prodaju akcija jednog fonda što će izazvati poreske konsekvence za investitore koji bi izvršili redovan otkup.

Kako iskupiti akcije? – Po zakonu, zajednički fondovi otvorenog tipa moraju zastati u spremnosti da kupe natrag (iskupe) akcije na neko vrijeme i određenog poslovnog dana po tekućoj tržišnoj vrijednosti. Ova sekcija u prospektu izlaže kako se vrši iskup akcija, bilo da je pisana instrukcija ili je telefonskog karaktera. Organizacija fonda ili agenti transfera imaju uspostavljeno osiguranje i sistem obezbjeđenja identiteta pozivaoca ili legitimaciju redosleda narudžbi ili zamjena akcija⁵⁶.

⁵⁶ Vidjeti više u prospektima sledećih fondova: So Gen International Fund, Vanguard / Windsor, Franklin

3.7.1. Profil prospekta

U avgustu 1995 godini Komisija za hartije je odobrila probnu upotrebu dokumenta zajedničkog fonda poznatog kao **profil prospekta**. Svaki profil prospekta prezentuje, u nekom redosledu, 11 kritičnih tačaka koje je potrebno da zna investitor:

1. *Mete ili ciljevi* – sadrži kratak prikaz meta ili ciljeva fonda.
2. *Investicione strategije* – predstavljaju kratak prikaz fondovskih investicionih politika, uključujući kratak prikaz tipova hartija u koje fond investira ili će investirati glavnice i neke specijalne zahvate ili tehnike. Ukoliko bi fond imao politiku koncentrisanih investicija u određenu industriju ili grupu industrija, ona bi bila objelodanjena.
3. *Rizik* – je kratko analiziran u pripovjedačkoj formi sa njegovim glavnim faktorima sa aspekta investicija u fond. Ovo bi bilo specifično zavisno od tipa fonda. Ukoliko je fond nediverzifikovan, ove činjenice će biti objavljene. Fond može, takode, uključiti diskusiju o anticipiranoj koristi investiranja u fond. Rasprava o riziku i koristima bi bila, prema tome, separatno označena.
4. *Pogodnosti* – kratka prezentacija karakteristika investitora za koje je fond očekivao da su podesni i/ili nepodesni za investiranje (vremenski horizont, spremnost na tolerisanje fluktuacija glavnice, materijalno poreske konsekvence).
5. *Provizije i troškovi* – se definiše u tabeli provizija u formi iskaza o registraciji fonda, sa svim elementima, uključujući i hipotetičke primjere. Takode, trebala bi biti obezbijedena kratka objašnjenja različitih veličina akcionarskih troškova. U skladu sa registracionim iskazom, ukoliko bi došlo do odricanja troškova, bilo bi javno objavljeno šta je sa troškovima kod kojih je prisutno odsustvo odricanja.
6. *Prethodne performanse* – daju investitorima razumljivu i objektivnu sliku o prethodnim investicionim performansama fonda koje su uvijek bile izazov za Komisiju za hartije od vrijednosti i industriju zajedničkih fondova. U profilu prospekta, izvjesni elementi moraju biti uključeni i primijenjeni sa specifičnim pravilima: (a) Bar grafik – prikazuje godišnji totalni povraćaj fonda za poslednjih deset kalendarskih godina ili životni ciklus ukoliko je fond osnovan u periodu manjem od 10 godina. Grafik bi uključio objavljivanje godišnjeg povraćaja u numeričkoj formi. Totalni povraćaj bio bi izračunat bez pogleda na prethodne ili odložene prodajne obaveze, uvijek, ukoliko fondovi procijene neke takav trošak, koji se faktički ne bi reflektovao na objavljivanje. Jedino bi povraćaj za pune godine bio uključen. (b) Za fondove tržišta novca samo – sedmodnevni prihod fonda, tekući kao i na kraju najskorijeg kalendarskog kvartala i oslobođen od takse, broj koji investitori mogu dobiti za tekući sedmodnevni prihod koji je bio uključen. (c) Za ostale fondove – Standardizovan 1, 5 i 10 godišnji period totalnog povraćaja i (opcija fonda) prihod fonda, takav kao na kraju najskorijeg kalendarskog kvartala koji je bio uključen. Činjenice koje se odnose na prošle performanse nijesu garant budućih rezultata i moraju biti objelodanjene.
7. *Investicioni savjetnici* – sadrže ime investicionog savjetnika fonda.
8. *Kupovina* – daje prikaz kako kupiti akcije, uključujući minimalne investicije. Ukoliko su prodajna opterećenja prilagodljiva, ovo mora biti notirano.
9. *Otkup* – prikazuje kako otkupiti akcije Fonda.
10. *Distribucija* – omogućava sagledavanje kada i kako (gotovinski, reinvestiranjem) distribucija može biti napravljena.
11. *Ostali servisi* – prikazuju deskripciju ostalih servisa namijenih investitorima (privilegije razmjene, telefonske transakcije i dr.). Bez obzira na činjenicu da profil fonda izgleda prijemčiv za investitora on ne može biti supstitucija za realnu stvar kakav je prospekt. Jer prospekt je integralan dokument koji sadrži relevantne podatke i informacije za donošenje investicione odluke. Ali, ako investitor želi da sazna više o

informacioni osnov pa ćemo ovom prilikom navesti neke podatke koje obično prospekt ne sadrži: (1) Sve hartije od vrijednosti koje su u svojini fonda; (2) Imena direktora fonda, njihovu radnu i životnu biografiju i koliko su zaradili od fonda za svoj servis – predstavljaju one informacije koje bi bilo poželjno zahtijevati u svakom prospektu u budućnosti; (3) Reviziju finansijskog izvještaja fonda i (4) Informacije ko je vlasnik većine akcija fonda. Ove informacije je moguće naći u izjavi o dodatnim informacijama fonda.

3.7.3. Dodatne informacije i periodični izvještaji

Iskaz o dodatnim informacijama obezbjeđuje određene informacije koje su, takode, sadržane u prospektu. To je korisno za investitora koji želi da posjeduje više informacija o fondu, i one su mu dostupne na zahtjev. Glavne sekcije izvještaja o dodatnim informacijama uključuju njihove nazive, stepen odgovarajućih detalja i ostali redosled koji može varirati od izvještaja do izvještaja, a nekada i pojedine sekcije mogu biti kombinovane:

1. *Investicione politike, restrikcije i tehnike* – ova sekcija detaljno prikazuje investicione politike fonda, njegova ograničenja, tipove hartija koje fond ima u svojini i neke investicione tehnike koje fond koristi praveći sopstveni portfolio. Ove informacije formulišu šta može biti urađeno, što nije potrebno i šta je u suštini kompletnog aranžmana fonda. Fond najčešće obezbjeđuje u izvještaju o dodatnim informacijama kompletnu listu investicionih ograničenja koja ne može biti promijenjena bez saglasnosti akcionara ukoliko je već bila formulisana u prospektu. Investiciona ograničenja ukazuju na to šta ne može biti urađeno, poput kratkoročnih prodaja, kupovina ili prodaja nekretnina i ukazuju na procenat ograničenja različitih hartija od vrijednosti i tehnika. Ova sekcija ima restrikcije u susret diferzifikacionim standardima. Konačno, ona sadrži opis, nekih detalja, hartija koje su dozvoljene, kakve su nelikvidne hartije, fjučersi, opcije i ostali derivativni instrumenti kao i rizici koji asociraju na njih. Ova sekcija se specijalno koristi za razumijevanje mogućih holdinga fonda: dokumenti, uvijek, kao hartije i tehnike opisane u Izvještaju o dodatnim informacijama ali ne i u prospektu u generalnoj formi i minornom dijelu investicionog programa fonda.
2. *Menadžment fonda, službenici i direktori* – ova sekcija obezbjeđuje detalje o investicionom savjetniku, ugovoru sa njim, kompenzaciji za savjetničke usluge i informacije o zaposlenima i direktoru fonda, uključujući i njihovu povezanost sa fondom, njihovom glavnom profesijom i adresom.
3. *Portfolio transakcije i brokeraža* – opisuje, generalno, kako je fond ograničen transakcijama portfolija i računom brokerskih transakcija koje je fond platio za prethodne tri godine.
4. *Kupovina akcija* – elaborira kako se odvija kupovina akcija i može uključiti razmatranja o » Planu i Ugovoru o distribuciji«, »I2-b« plan, ugovor o osiguranju, ograničenja neto sadašnje vrijednosti aktive i informacije o reinvestiranju distribucije za kupovinu dodatnih akcija.
5. *Otkup akcija* – informacije o otkupu akcija se može naći u prospektu i dopunjavaju se ovom sekcijom iz Izvještaja o dodatnim informacijama, uključujući detalje o uslovima pod kojima zakon ograničava, suspenduje ili odlaže otkup. Takode su izloženi uslovi koji bi egzistirali u slučaju otkupa i da li je moguće plaćanje portfoliom hartija ili imovinom fonda.
6. *Usluge obezbijedene od strane fonda* – prospekt je takav uslužni materijal fonda kao

7. *Penzioni plan* – u početku mnogi investitori koriste zajedničke fondove kao dio njihovog penzionog plana, pa ova sekcija obezbjeđuje važne informacije. Sekcija opisuje penzioni plan koji nudi fond. Ona je mogla biti izložena kao neka provizija određenog plana, imena čuvara penzionog računa, obezbjeđenje opštih iskaza zavisno od zakonskih i poreskih implikacija prilagodljivih računima kao i pravljenja preporuka za konsultante, advokate ili poreske obveznike prije uspostavljenja takvog plana. To će, takode, biti indikativno kako dobiti više informacija o penzionom računu fonda.
8. *Performanse fonda* – fondovi koji nijesu sa tržišta novca i namjeravaju koristiti prednosne performanse za 1, 5 ili 10 – godišnji period (ili ukupni život fonda ukoliko je on manji od ovog perioda) na kraju perioda kao podatak sa najsvježijim završnim računom koji je uključen u registraciju Komisije za hartije od vrijednosti. Time se pokazuje kako su ove performanse bile determinisane, uključujući opštu formulu koja se koristi pri kalkulaciji :

$$P(1+T)^* = ERV$$

pri čemu je:

P – početno plaćanje od 1 000 dolara

T – prosječni godišnji ukupni povraćaj

* - broj godina

ERV – završne otkupljene vrijednosti inicijalnog plaćanja;

Fondovi koji namjeravaju ostvariti prednost od 30 dnevnog prihoda moraju obezbijediti slične informacije o njihovom prihodu, isto tako dobre kao informacije o ukupnom totalnom povraćaju.

9. *Dividenda, distribucija kapitalne dobiti i porezi* – ova sekcija ukazuje na politiku fonda zavisnu od distribucije i može pokazati izvore te distribucije. To takode, obično, uključuje kratak opis mogućeg poreskog statusa date distribucije i konačno sugestije poreskih konsultanata akcionarima zavisno od specifičnih pitanja koja se nameću u investiranju.
10. *Raznovrsne informacije* – koje mogu uključiti opise akcija fonda, glasačka prava, glavne akcionare (nekada ovo može biti posebna sekcija u Iskazu o dodanim informacijama), ime i adresu nezavisnog revizora, transfer agenta i reference za registracionu saglasnost popunjenu od Komisije za hartije od vrijednosti. Ove reference mogu ukazivati na Iskaz o datatnim informacijama i ne mora ih sadržati prospekt sa svim informacijama u registracionom iskazu, a kopija može biti objavljena od Komisije za hartije od vrijednosti prilikom isplate provizije.
11. *Izveštaj nezavisnih revizora* – to je adresa borda direktora i akcionara i obezbjeđuje mišljenje revizorske firme kao izvjesan podatak.
12. *Finansijski izvještaj* – na odgovarajući datum ili na kraju poslovne godine na određeni dan, koji je pomenut u izvještaju nezavisne revizorske kuće može biti prezentovan. Ovaj finansijski izvještaj uključuje: (a) Izvještaj o investiranim hartijama – koji prikazuje hartije od vrijednosti u portfoliju kao takav podatak; (b) Izvještaj o operacijama za završenu poslovnu godinu na određeni datum – koja indicira investicioni dohodak, troškove i rezultat neto investicione dobiti ili gubitka, što takode indicira realizovanu ili nerealizovanu dobit (ili gubitak) fondovskih hartija, mrežu neto dobiti ili gubitka hartija i neto porast u neto imovini iz operacija; (c) Izvještaj o promjenama u neto imovini za završenu poslovnu godinu – koji ukazuje na promjene očekivanih operacija (dohodak uvećan za realizovanu ili nerealizovanu dobit iz hartija od vrijednosti), manji prihod i kapitalna dobit za distribuciju, uvećan za kapitalne akcijske transakcije (kupovine neto ponovnog otkupa). Neto aktiva je nakon toga sumirana na početku i na kraju poslovne godine; (d) Izvještaj o aktivima i pasivima na

određeni dan – koji sadrži listu aktive, pasive i neto aktive. Ovo je, u stvari, »bilans« fonda; (e) Finansijski naglasak za akcije fonda podrazumijeva posljednjih pet godina kao podatak o finansijskom iskazu. To je bilo detaljno opisano u posebnoj sekciji u prospektu fonda.

Zajednički fondovi moraju izvještavati akcionare dva puta godišnje. Jedan od takvih izvještaja je godišnji izvještaj. On obično opisuje ponašanja u toku izvjesne fiskalne godine i vrši njihovu komparaciju sa pogodnim indeksom. Godišnji izvještaj može, takode, obezbijediti performanse za posljednjih 5 ili 10 godina, komparirajući ih sa datim indeksom uz integralne tržišne uslove na godišnjem nivou i kako se oni odražavaju na performanse fonda postajući tipičan dio nekog izvještaja.

Priča o godišnjem izvještaju generalno, takode, uključuje komentar portfolija, sa akcentom na sektore koji su bili favorizovani i zašto. Konačno, ekonomski izvještaj analizira ekonomske perspektive i kako fond i njegovi menadžeri reaguju na njih. Godišnji izvještaj, takode, uključuje sve finansijske iskaze prethodno analizirane kroz »Izvještaj o dodatnim informacijama«. Pored toga, izvještaj ima sekciju zvanu »Bjelešku o finansijskom iskazu« koja izlaže jednostavnu računovodstvenu politiku i ostale sekcije u formi »Izvještaja nezavisne revizorske kuće« koja prezentuje svoje mišljenje i finansijski izvještaju kao izvjestan podatak.

Polugodišnji izvještaj sadrži mnoge informacije koje se nalaze u godišnjem izvještaju, ali ponekad sa manje detalja. U nastavku, finansijski iskaz, koji se tretira kao dio godišnjeg obračuna, može ali ne mora biti revidovan. Ukoliko nije izvršena revizija, on nema izvještaj nezavisne revizorske kuće. Informacije o performansama u polugodišnjem izvještaju fokusirane su na posljednjih 6 mjeseci i faktički one doprinose tim informacijama. Ovo može biti pojedinačno interesantno zbog indikatora sa jednostavnim terminskim promjenama kako je portfolijom bilo upravljano počev od najsvježijeg izvještaja koji je bio emitovan. U tom smislu ovo omogućava da investitor razumije svoj fond i stoga se prikaz daje sa istom pažnjom kao i godišnji izvještaj.

U finalnoj analizi, tip fonda je funkcija hartija koje fond drži u svom portfelju. To je je način da fond periodično sagledava kako su njegovi menadžeri investirali u posljednjih 6 mjeseci. Nerijetko bi se akcionari fonda pitali zašto oba izvještaja, kada im je nedavno poslan periodični izvještaj. On opisuje hartije koje su držane u portfelju fonda. To je razlog za provjeru ulaganja fonda o kojima je riječ. Neki portfolio menadžeri praktikuju da ovo zovu »upakovani prozor« prije njihovog portfolio holdinga koji se sastavlja kao publikacija. To može biti napravljeno kao »dotjeran« portfolio za kupovinu hartija od vrijednosti sa visokim performansama ili prodaju hartija niskih performansi. Ukoliko portfolio menadžer investira u riskantne hartije od vrijednosti i želi sakriti činjenice ili ima veoma vidljiv gubitak fonda, on može izbjeći prikaz toga u portfoliju jednostavnom prodajom prije izvještajnog perioda. To nije uobičajena praksa ali može biti upotrijebljena.

IV Ostale investicijske institucije

4. Unit investment trusts - osnovne karakteristike

Mnogi tipovi finansijskih institucija koje su bile formirane ranih 20-tih godina počinju da rastu i postaju moćne u javnosti. Jedni od njih su investicioni trustovi, od kojih se prve pojavljuju 1923 godine. Poznat, kao »fiksni trustovi« ovaj metod investiranja dobija na popularnosti u 30-tim godinama i predstavljaju djelimičnu reakciju na berzanski krah iz 1929 godine. Investicioni trustovi dobijaju na značaju tokom naredne dvije dekade, ali su ponovo iskršli u ranim 60 – tim godinama kao sredstva koja za investitore participiraju na neoporezivom tržištu lokalnih organa. Investicioni trustovi sa korporativnim obveznicama i preferencijalnim akcijama pojavljuju se i u 70-tim godinama. Danas, industrija investicionih fondova sa udjelima kontinuirano raste i evoluira. Aktiva ovih fondova bjeleži dramatičan porast sa manje od pola biliona dolara u 1970 godine na preko 88 biliona dolara u 1999 godini.

Poput otvorenih i zatvorenih investicionih fondova, investicioni trustovi sa udjelima su investicione kompanije čiji ukupan novčani ulog nastaje od mnogo investitora koji investiraju u portfolio dizajniran da postiže izvjesne investicione ciljeve i regulisani su radom Komisije za hartije od vrijednosti i Zakonom o investicionim kompanijama iz 1940 godine. Glavna razlika između zatvorenih i otvorenih investicionih kompanija i investicionih trustova sa udjelima je u portfolio koji je kod investicionih trustova fiksna veličina, što znači da se hartije u portfolio, sa rijetkim iznimkama, ne mijenjaju tokom životnog vijeka trasta. S toga se ovim portfolioom ne upravlja u smislu ostalih portfolioja čija je trgovina konstantno kontrolisana. Fiksni portfolio je uvijek moguće prekomponovati supervizijom u smislu promjene sponzora koji mogu skloniti ili zamijeniti hartije kada postoje dobri razlozi za tako nešto. S toga oni omogućavaju dobru diverzifikaciju i benefite investitorima i profesionalcima angažovanim u ovoj vrsti biznisa.⁵⁷

Sponzori trasta su firme, ili grupe firmi, koje koriste sopstveni kapital za kreiranje portfolioja hartija – najčešće obveznica. Ove hartije su selekcionirane od profesionalnih analitičara hartija od vrijednosti sa intencijom tekućeg dohotka ili uvećanja kapitala, zavisno od ciljeva trasta. Sponzor deponuje ove hartije u trust i nakon toga emituje odgovarajući broj udjela javnosti u specifičnoj dolarskoj denominaciji (tipično 1000 dolara). Svaki udio reprezentuje ekvivalentnu svojinu nad akcijama portfolioja trasta. Udjeli se nude kroz prospekt, legalni dokument čija je intencija da objavi sve činjenice iz trasta i njegov sadržaj, ciljeve i operacije koje bi bile kvalitetan materijal za investitora. Zbog toga što je portfolio bi kreiran prije emisije udjela, investitori znaju egzaktno hartije koje će biti u trustu.

Unit investicioni trustovi su organizovani kroz ugovor o trustu u dvije forme: (1) Kao regulisane investicione kompanije koje moraju proći diverzifikacioni test ustanovljen Zakonom o porezima ili uošte, (2) Kao odobreni trust, koji ne zahtijeva susret sa diverzifikacionim testom (svaki trust može pozvati još sopstvenu diverzifikaciju ukoliko ide u susret propisima o diverzifikacionom testu). U nastavku sponzor koji uspostavlja, reklamira, prodaje, i nadgleda trust angažuje povjerenika (staratelja) koji može biti banka ili trust kompanija i obezbjeđuje čuvanje hartija od vrijednosti fonda. Staratelj je, takođe, odgovoran za sakupljanje kamate, dividende i plaćanja glavnice na date hartije, plaćanja distribucije na udio vlasnika i čuvanje dokumentacije, uključujući i godišnje poreske izvjaštaje namijenjene držaocima udjela. Staratelj olakšava vlasnicima holdera kancelarijski rad i administriranje normalno ih asocirajući na direktne investicije. Treba imati

u vidu vezu trasta kao ocjenjivača, koji je nezavisan od sponzora, čiji posao je ustanovljena cijena portfolija na periodičnoj bazi, najčešće dnevnoj.

Distribucija trasta je zarada vlasnika udjela. Kad obveznica dospije ili je bila po pozivu (kada emitent otkupljuje obveznicu prije roka dospijeća), ili kad je akcija prodana, vlasnici udjela primaju glavnice kao obezbjeđenje. Kad fond sa udjelima u portfelju plaća zarade vani ili glavnice, vlasnici udjela primaju svoj srazmjerni udio glavnice. U ostalim slučajevima, persona koja kupuje 1000 dolara udjela trasta dobija isti povraćaj po investiranom dolaru kao investitor koji kupuje 1000 udjela.

Za razliku od zajedničkih fondova – koji mogu, teoretski, trajati neodređeno – fondovi sa udjelima imaju ograničen i specifičan život. Kao rezultat toga investitori znaju kada mogu očekivati povraćaj svoje glavnice. Ovo je pojedinačno tačno sa akcijama investicionog trasta, koji ima dati period kada će portfolio fonda biti likvidiran. Jedan trast je likvidiran kada vlasnici udjela obezbijede prinos, koji može biti manji ili veći od originalne glavnice. Obveznički investicioni trastovi sa udjelima su manje predvidivi kada je u pitanju likvidacioni period ukoliko sadrže obveznice koje su otkupljive prije roka dospijeća. S toga, trastovi mogu imati statičnu proviziju iz prospekta ukoliko agregatni račun glavnice inicijalnih obveznica u trastu opada ispod izvjesnog procenta, što znači da trast može biti okončan.

Generalno, glavnica obveznica investicionog trasta je plativa o roku dospijeća, koji ne može biti kraćiskoriji od 6 mjeseci niti duži od 30 godina. Akcionarski investicioni trast može biti emitovan od jedne do nekoliko godina.

Jedna od atraktivnih karakteristika fondova sa udjelima je njihov visoko predvidiv tok dohotka, koji ima višu stabilnost od očekivane kada se upravlja obvezničkim zajedničkim fondom. Za obvezničke fondove sa udjelima, distribucija je obično mjesečna, stoga neki investitori imaju opciju sa kvartalnom ili polugodišnjom distribucijom. Ova distribucija može biti primljena u gotovini ili reinvestirana u druge trustove sponzora ili zajedničkog fonda zavisno od aranžmana. U nekim slučajevima, ulaganje može biti napravljeno kao depozitna distribucija direktno na čekovni ili štedni račun vlasnika uloga.

Neki akcijski trastovi nude »in-vrstu« distribuciju, kod koje vlasnici udjela mogu primiti dio akcija iz portfolija, radije nego gotovinu, kad je trust okončan. »In – vrsta« distribucije odlaže poreske obaveze. Ukoliko je trast organizovan kao »odobreni trast« porez na dohodak se odlaže dok vlasnici udjela ne izaberu realizaciju ove dobiti prodajom akcija. Vlasnici udjela će imati mogućnost da raspolože brokerske troškove zasnovane na padu vrijednosti ovih akcija ostvare ukoliko se oni realizuju u gotovini i oni će ih izložiti tržišnom riziku. Prospekt investicionog trasta pokazuje egzaktnu distribucionu opciju za dati trast.

Prospekt, za obveznički trast obično sadrži dvije procjene povraćaja:

- *Procijenjeni tekući povraćaj* – baziran na javnoj ponudi cijene, koja je ustanovljena kao neto godišnji kamatni prihod po udjelu podijeljen sa cijenom ponude po udjelu;
- *Procijenjeni dugoročni povraćaj* – baziran na javnoj ponudi cijene, koja je faktor prinosa obveznice, njihov dodatak u portfoliju, procijenjeni otkupi, troškovi i prodajne provizije te diskonti i premije fundamentalnih obveznica kao inicijalni datum ulaganja depozita u trast.

Ove dvije procjene će biti različite zavisno od procjene dugoročnog povraćaja i njegove refleksije na datum i račun povraćaja glavnice koja je procijenjena po tekućoj kalkulaciji povraćaja uključujući samo neto godišnji prihod od kamata i cijenu sa javne ponude. Procjene povraćaja imaju intenciju da se radije koriste za komparativne analize nego u svrhe prognoze.

Udjeli mogu biti nudaeni trastu i cijena po udjelu je naredna kalkulirana cijena. Na primjer: Ukoliko se cijene nude prije vremena traslove naredne cijene, cijena će biti kao da je sledeća cijena. Udjeli nudaeni nakon tog vremena će biti prihvaćeni po cijeni baziranoj na sledećoj cijeni nazvanoj »prethodna cijena«. Ukoliko je potrebno, trast će prodati hartije da plati otkup. Kao alternativa otkupa, uvijek kada to nije zahtijev da se uradi, mnogi sponzori udjela čuvaju sekundarno tržište ako je dozvoljena nedjeljna cijena, iako oni često koriste dnevnu cijenu. Sponzori vrše reotkup udjela od naknade njihovim držaocima i zatim vrše njihovu preprodaju.

Zbog toga što fondovi sa udjelima ne trguju svojim hartijama, oni nemaju portfolio transakcionih troškova (brokerska komisiona provizija i ponuda širokih transakcija). Postoje, uvijek, prodajni troškovi u vrijeme njihove inicijalne kupovine. Za fondove sa udjelima postoje prodajni troškovi, kroz cijenu ponude koja predstavlja neto vrijednost imovine uvećanu za ukupne prethodne prodajne troškove (opterećenja). Za dugoročne obvezničke fondove sa udjelima, ova provizija je 4-5% ukupnog kupovnog računa. Diskont prodajnih troškova je obično promjenljiv za široko kvantitativne kupovine. Neki fondovi sa udjelima kombinuju manje inicijalne prodajne troškove sa odloženim troškovima.

Zato što se portfolijom fondova ne upravlja, ne postoji menadžerska provizija umanjena za povraćaj investitorima. Različiti djelovi koji obezbjeđuju servis trastu i njegovom pojedinačnom vlasniku ostvaruju odgovarajuće kompenzacije. Na primjer, umjerena supervizorska provizija predstavlja plaćenja za pokriće operativnih troškova i kompenzira se od sponzora za njihovu supervizorsku ulogu. Postoji, takode, umjerena godišnja procjenjivačka provizija za plaćanje usluga provizije. Trast, svakako, prihvata godišnju proviziju za pruženi servis. Ukoliko je fond sa udjelima osigurao sve svoje obveznice u trastu (neke obveznice su već kupljene osigurane), troškovi premije osiguranja od privatne osiguravajuće kompanije su oko 1.5 dolar na 1000 udjela. Veličina ove provizije varira od trasta do trasta, zavisno od servisa koji se zahtijeva. Na narednoj tabeli je opisan tipičan set servisnih provizija koje se odnose na aktivu fondova sa udjelima.

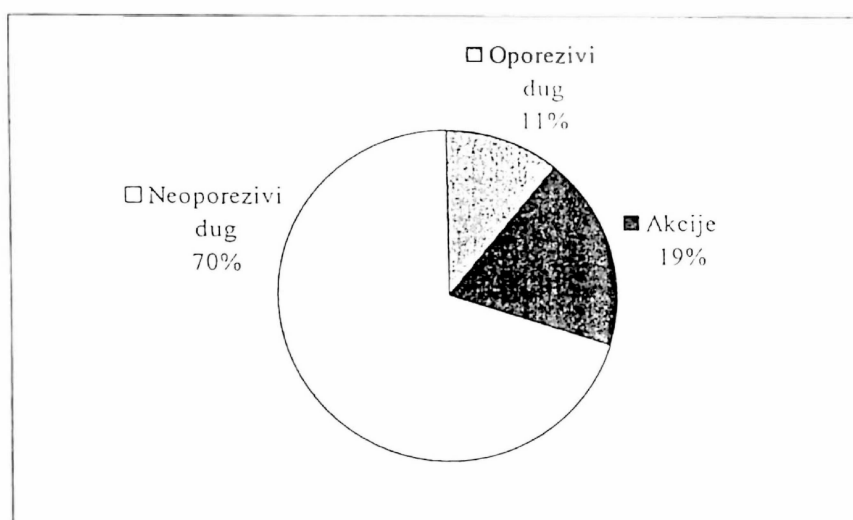
Tip Trasta	Povjerenička provizija	Procjenjivačka provizija	Supervizorska provizija
Jednogodišnji akcijski trast	\$ 1.16	\$.30	\$.35(max)
Lokalni obveznički trast (srednjoročni)	\$.70	\$.10	\$.40 (max)
Korporativni obveznički trast (dugoročni)	\$.70	\$.20	\$.45

Tabela 4.1. Investment trast servisna provizija⁵⁸

4.1. Tipovi unit investment trustova

Poput zajedničkih fondova i fondovi sa udjelima (unit investment trust) raspolažu sa nekoliko različitih tipova hartija akcijske emisije i ostale koncentracije izvjesnih tipova dužničkih hartija od vrijednosti:

- Akcijski fondovi sa udjelima imaju u portfoliju akcije koje su kupljene sa ciljem povećanja kapitala, dohotka ili i jednog i drugog. Oni uključuju specijalne trustove, koji mogu biti u formi indeksnih trustova tako dizajnirani da odražavaju specifične tržišne indekse, poput S&P 500. Indeksni trustovi su predmet pažnje u smislu obezbjeđenja aproksimativne stope povraćaja koja odražava tržišne parametre. Jedan tip dohodovnih fondova su komunalno akcijski fondovi koji drže u svom portfelju akcije različitih javno-komunalnih kompanija sa istorijom rastućih dividendi. U poređenju sa njima, fondovi sa preferencijalnim akcijama teže uspostavljanju pouzdanog dohodovnog toka. Ostali akcijski fondovi posjeduju diverzifikovane obične akcije, koncentrisane na pojedinačne tržišne sektore, ili koncentrisane na razvojna tržišta akcija za povećanje kapitala.



Sl.4.1. Gdje investitori unit trustova investiraju svoj novac⁵⁹

- Korporativni obveznički fondovi drže u svom portfelju obveznice emitovane od strane korporacija čije su kamate oporezive po federalnom i državnom zakonu. Oni zahtijevaju visok nivo dohotka vezan sa sigurnom glavnicom. Kao dodatak stepenu sigurnosti, neki korporativni obveznički fondovi sa udjelima mogu biti privatno osigurani u cilju garantovanog povraćaja kamate i glavnice svojih obveznica. Fondovi sa udjelima koji u svom portfelju imaju neosigurane korporativne obveznice obično reduciraju rizik samo visokim kvalitetom (investicionim stepenom) obveznica.
- Fondovi sa vladinim hartijama posjeduju različite vladine hartije od vrijednosti uključujući trezorske obveznice, trezorske mjenice i hartije federalnih agencija. U pogledu plaćanja kamata i glavnice one se smatraju najsigurnijim od svih vrsta obveznica. Kamata je generalno oporeziva na federalnom nivou, dok je kamata na

trezorske hartije oslobođena od državnog poreza. Jedino neke vladine obveznice koje se povlače prije roka dospijeca imaju mali ili neznatan pozivni rizik.

- Internacionalni obveznički fondovi svoj portfelj kreiraju obveznicama kompanija koje su locirane van zemlje. Oni stavljaju na raspolaganje investitorima inostranu kamatnu stopu, koja može biti veća od one koja je važeća u datoj ekonomiji. Zbog toga su ovi trastovi denominirani u inostranoj valuti koja mora biti konvertovana u dolare, pa vlasnici udjela predstavljaju ekstra nivo fluktuacija u povraćaju i cijeni udjela. Generalno, slabiji dolar (ili snažna inostrana valuta) predstavlja prednost za vlasnike udjela a jači dolar njihov objektivni nedostatak.
- Fondovi sa hipotekarnim hartijama⁶⁰ posjeduju hartije koje su podržane od pula hipoteka pri čemu je plaćanje svake hipoteke garantovano od jedne od tri Vladine agencije: (1) Vladine Nacionalne Hipotekarne Asocijacije; (2) Federalne Hipotekarne Asocijacije zadužene za obezbjeđenje kredita domaćinstvima i (3) Federalne Nacionalne Hipotekarne Asocijacije. Glavnica i kamata od hipoteke prelaze na investitora i kamata je oporeziva na federalnom i na državnom nivou. Ovi fondovi imaju unaprijed plaćen rizik zato što garantovane hipoteke mogu biti refinansirane tokom perioda niskim kamatnim stopama, pri čemu je vrijeme kada se reinvestira glavnica manja prednost za investitora.
- Fondovi sa nacionalnim lokalnim obveznicama u svom portfelju sadrže obveznice kojima se finansiraju različiti projekti, poput puteva, aerodroma, mostova i škola. Dohodak od ovih obveznica je generalno oslobođen poreza na federalni dohodak, ali subjekti plaćaju državni nivo poreza. Iz ovog razloga, ovi trastovi su najatraktivniji za poreske obveznike koji spadaju u grupu sa visokim prihodima. Za neke obveznike, dio prihoda može biti alternativni minimum poreza. Neke od hartija koje posjeduju ovi fondovi su privatno osigurani kako u dijelu kamate tako i u dijelu plaćanja glavnice.
- Fondovi sa državno-lokalnim obveznicama posjeduju u i lokalne obveznice emitovane od strane jedne države. Njihova atraktivnost ogleda se u kamati, kao i u činjenici da su oslobođeni kako federalnog poreza tako i državnog poreza na dohodak. Ova »prednost duplog poreskog oslobođenja« uvijek dolazi sa dodatnim rizikom koncentracije ukupne emisije na jednu državu. Ukoliko je jedna država iskustveno u teškom ekonomskom stanju, njena kreditna sposobnost može biti prevedena u nižu kategoriju. Neki od ovih fondova mogu biti, takođe, privatno osigurani.
- Razmatranje kamatne stope i rizika za vlasnike obveznica fonda sa udjelima treba tretirati sa aspekta dospijeca garantovanih obveznica. To je od velikog značaja zbog uticaja fondova sa udjelima na nestalnost reakcija u promjenama kamatnih stopa. Uopšte, većina obvezničkih fondova, naročito onih sa dugoročnim obveznicama plaćaju komparativno veću kamatu koja fluktuiira više od promjena kamatne stope. Ukoliko kamate padaju, cijena obveznica u portfelju fonda raste i obrnuto. Kratkoročni trastovi, s jedne strane, plaćaju manju kamatu ali imaju veću stabilnost glavnice. Druge implikacije na pad kamatne stope odnose se na porast vjerovatnoće da će obveznice biti povučene. Ovo se neće dogoditi kratko nakon što je fond sa udjelima izvršio emisiju zato što većina korporativnih i obveznica lokalne uprave ne može biti povučena (opozvana – call) od 5 do 10 godina nakon što je emitovana. Poslije ovog zaštitnog perioda za povlačenje emitent može da ih povuče, što će redukovati aktivu trasta ali povlačenje obveznica je generalno neće vratiti. Ovo zaključivanje viših kamata je zarada, ali i obveznička glavnica se vraća vlasnicima udjela u vrijeme kada reinvestiraju sa zaradom koje će donositi manje stope.

Obveznički fondovi sa udjelima su subjekti koji posluju sa rizikom kamatnih stopa (rizik u slučaju da kamatne stope rastu, cijene udjela fonda padaju) i kupovne moći ili inflacije. (rizik da će inflacija biti niža od kupovne moći glavnice i kamate iz obveznice)

4.2. Varijabilni prilivi (anuiteti) – pojmovno određenje

Striktno definisano, anuitet predstavlja niz periodičnih plaćanja. Jedno vrijeme, anuiteti su bili definisani kao put za likvidnost određene količine kapitala kroz dohodni tok garantovan od strane osiguravajuće kompanije. Na primjer, ukoliko individua ustupa novac svojim nasljednicima, ta suma bi mogla biti isplaćena u serijskim ekvivalentnim plaćanjima preko odgovarajućeg broja godina ili preko jednog ili više životnih osiguranja.

Odloženi anuitet je ugovor o životnom osiguranju koji akumulira finansijsku vrijednost preko određenog vremenskog perioda, sa aktuelnim plaćenjem koje se odlaže do specifičnog datuma.⁶¹ Analiza pokazuje kako se odloženi anuitet – u ovom slučaju, »jedinstvena premija« fiksni anuitet – ostvaruje. U ovom slučaju je individua platila jedinstvenu premiju osiguravajućoj kompaniji. Ova premija je depozit na opšti račun osiguravajuće kompanije i sublimira odloženu poresku osnovu (u ovom slučaju fiksnu stopu) preko vremenskog perioda u kome je kamatna stopa definisana poslovnom politikom. U nekom predodređenom periodu – na primjer, 65 godina osiguravajuća kompanija počinje regularno plaćanje anuiteta iz ukupno akumuliranog kapitala.

Odloženi anuiteti skreću ka naglašenoj likvidaciji akumulacije, dok takode, obezbjeđuju izvor likvidnosti (to je politika koja bi obezbijedila gotovinu u hitnim slučajevima). U biti, anuitet postaje više nalik na investiciju. Ova promjena je imala dubok uticaj na rast i korišćenje anuiteta.

To je bio jedini slučaj u vrijeme dok bi se koncept investiranja u anuitete integrisao sa konceptom zajedničkih fondova. Umjesto prihvatanja fiksne stope povraćaja tokom akumulacione faze, kao ponude fiksnog anuitetnog ugovora osiguravajuće kompanije, posjednik ugovora o varijabilnom anuitetu bi svoju premiju investirao u akcije, obveznice ili mnoge izbore tradicionalno prihvatljive kroz zajedničke fondove. Ovaj tip anuiteta je nazvan »varijabilni anuitet«. Termin varijabilni u ovoj formi anuiteta potiče od činjenice da će suma akumuliranih investicionih premija varirati sa investicionim povraćajem. Akumulacija sa varijabilnim anuitetom se posebno analizira. Postoji mogućnost komparacije ove dvije vrste akumulacija. Inicijalno, varijabilni anuiteti su koristili postojeće zajedničke fondove i stavili ih u »anuitetni omotač«. Uvijek je Kongres odlučivao o varijabilnim anuitetima koji su bili separata svojina pojedinih fondova i nijesu bili prijetnja postojećim, regularnim fondovima. Ovaj zahtjev se odnosi na kreaciju separata fondova sa pojedinačnim prospektima specifično za varijabilne anuitete. U početku fondovi nijesu imali performanse iz prošlosti, preko kojih su upravljali investicioni savjetnici koji su ustanovili performanse regularnih zajedničkih fondova, što je uzeto kao vrijeme za investicione profesionalce i njihove klijente koji prihvataju ideju varijabilnih anuiteta.

Ovo povećanje odgovornosti je bilo povećano Zakonom o poreskoj reformi iz 1986 godine, koji je eliminisao brojne poreske prednosti investitora ali i napustio odložene poreze istaknutih proizvoda investicionih kompanija. Varijabilni anuiteti su sada opšte investiciono sredstvo za mnoge investitore.

Ustanovljeni ugovor o anuitetu za individualne investitore sadrži četiri subjekta: (1) Vlasnik ugovora; (2) Osiguravajuća kompanija; (3) Primalac anuiteta i (4) Korisnik osiguranja.

Vlasnik ugovora je osoba koja sačinjava depozitnu premiju za kupovinu anuitetnog ugovora i može donijeti odluku u pogledu anuiteta. Na primjer, vlasnik ugovora može imenovati primaoca anuiteta i korisnika anuiteta i odlučuje kada će otpočeti sa plaćanjem anuiteta. Ugovor o anuitetu je ugovor između njegovog vlasnika i osiguravajuće kompanije.

Osiguravajuća kompanija obećava da će izvršiti plaćanje anuiteta bazirano na premijama plaćenih kroz taj anuitet. U suprotnosti sa tradicionalnim životnim osiguranjem, imenovani vlasnik ugovora pretpostavlja čitav investicioni rizik, dok osiguravač prihvata jedino samo rizik fluktuacija dospio do smrtnosti i odgovarajuće troškove. Osiguravajuća kompanija pravi svoj profit na razlici između onog što je napravila i onoga što je platila korisnicima osiguranja kombinovano sa troškovima administracije.

Primalac anuiteta, sa rijetkim izuzecima je strana kojoj se plaćaju anuiteti. Ovo je obično istovjetna strana kao vlasnik ugovora. Kada plaćanje otpočne (»anuitizacija«), oni se baziraju na životu primaoca anuiteta, ne na životu vlasnika ugovora.

Korisnik osiguranja nema prava iz anuitetnog ugovora ranije od vlasnika ugovora ili smrti primaoca anuiteta. Ukoliko vlasnik ugovora umre prije anuitizacije, korisnik osiguranja daje pravo prihvatanja prinosa anuiteta. Ukoliko primalac anuiteta umre tokom anuitizacije, dodatna anuitetna plaćanja, ako ih ima, zahtijevaju izbor opcije plaćanja koja je plaćena korisniku osiguranja. Prema tome, ako su individualni ciljevi garantovano plaćanje za izvjesnu osobu, to može biti važno ime neke osobe kao primaoca anuiteta i korisnika osiguranja u samom ugovoru o varijabilnom anuitetu. S toga bi vlasnik ugovora bio samo ime sekundarnog korisnika osiguranja.

4.3. Vrste anuiteta

Različiti tipovi anuiteta su prikazani na prethodnim stranicama ovog rada. Oni bi bili poznati da se svi anuiteti kombinuju sa izvjesnim karakteristikama na neki način. Prilagodljiva razlika uključuje :

- (1) Trenutne anuitete i odložene anuitete – kao proizvod razlike karakteristika anuiteta u vrijeme kada plaćanje anuiteta počinje. Trenutni anuiteti počinju isplatu od jednog do trinaest mjeseci pošto su kupljeni. Mnoga plaćanja se vrše mjesečno, ali mnogi osigurači takode priznaju kvartalno, polugodišnje ili godišnje plaćanje. Trenutni anuiteti su dobri pratioci individua koji imaju trenutne potrebe tokom regularnog prihoda. Odloženi anuiteti predstavljaju odlaganje anuitetnih plaćanja do neke tačke u budućnosti obično nekoliko godina kasnije. Ovaj vremenski period se naziva »akumulacioni period« tokom koga vrijednost anuiteta raste. Odloženi anuiteti, stoga, dobijaju investicione kvalifikacije.
- (2) Jedinствена premija anuiteta i fleksibilna premija anuiteta je druga distinkcija u tipu premijskog plaćanja. Jedinствена premija anuiteta je kupovina sa jednom ukupnom sumom plaćanja. Ne postoji sledeća suma plaćanja. Trenutni anuiteti moraju biti kupljeni na ovaj način. Fleksibilna – premija anuiteta je kupovina kroz inicijalno minimalno plaćanje, na primjer 5 000 dolara, poslije kojih dodatna plaćanja sa izvjesnim minimumom plaćanja mogu biti napravljana kao opcija vlasnika ugovora. Ovaj plan plaćanja premija je atraktivan za investitora koji želi postepeno akumulirati rastuću vrijednost anuiteta. Sa ovim ugovorom, postoji specifična premija, koja ne može biti promijenjena i plativa na regularnoj osnovi.
- (3) Fiksni anuiteti ili varijabilni anuiteti su treća distinkcija koja involvira kako anuiteti dobijaju na vrijednosti. Fiksni anuiteti garantuju minimum fiksne stope povraćaja (3.5%). Ova anuiteti, takode, mogu garantovati višu ratu povraćaja za izvjestan period. Istekom tog perioda ugovor može garantovati različite rate povraćaja za

druge periode. Investicioni rizik sa osiguravajućom kompanijom počinje sa garantovanjem specifičnog povraćaja i investiranjem premija u nadu rasta tog povraćaja uvećanog za dodatni povraćaj koji generiše profit. Premija je depozit na opšti račun osiguravajuće kompanije, koja je subjekt kreditorovog zahtjeva.

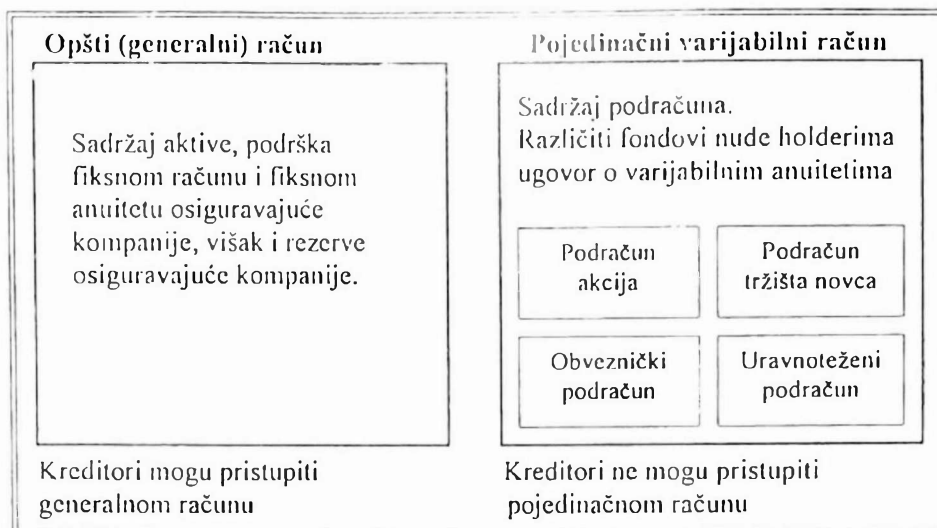
4.4. Karakteristike varijabilnih anuiteta

Kod ugovora varijabilnih anuiteta, premija je plaćena od investicione kompanije, odbijeni manji troškovi i premije poreza alocirane na zajednički poseban račun (separate account) kreiran na osnovu državnog osiguravajućeg zakona. Fondovi na ovaj račun investiraju na način dosledan specifičnim ciljevima i politikama. Fiksna stopa povraćaja se radije obezbjeđuje investicionim premijama, dok se varijabilni anuiteti obezbjeđuju akumulacijom vrijednosti stope dosledno sa investicionim iskustvom pojedinačnog računa. Ugovor o varijabilnom anuitetu, takode, može nuditi mogućnost alociranja premija na opšti račun (general account) i stiče garantovanu stopu povraćaja. Zato što većina od investicionih rizika asocira na ugovor o varijabilnim anuitetima o očekivanom padu vrijednosti akcija investitora, radije nego investicione kompanije, varijabilni anuiteti se smatraju hartijama od vrijednosti, i kao takvi, moraju biti registrovani kod Komisije za hartije od vrijednosti.

Opšti račun sadrži imovinsku potporu na fiksnom računu i fiksne anuitete osiguravajuće kompanije, uključujući njen višak i rezerve. Investiciona opcija fiksnog računa ispod funkcije ugovora varijabilnog anuiteta podsjeća na fiksni anuitet koji obezbjeđuje fiksnu kamatnu stopu garantovanu od osiguravajuće kompanije za specifični period od 1 do 10 godina. Fiksni račun je garantovan od jemca. Vlasnici ugovora o varijabilnom anuitetu generalno mogu transferisati novac između fiksnih računa i pojedinačnih računa prije početka anuitetnog plaćanja, premda transfer može biti limitiran izvjesnim procentom u fiksnom računu. To bi značilo da ne nude svi varijabilni anuiteti opciju fiksnog računa.

Transfer od opšteg računa na pojedinačne račune može izazvati podešavanje tržišne vrijednosti, pomoću čega je račun transferisan van opšteg računa reduciran kompenzacijom osiguravajuće kompanije za opadanje vrijednosti osnovne imovine. Ovo podešavanje je obično napravljeno kada vlasnik ugovora želi transferisati fond sa opšteg računa na pojedinačni račun prije kraja perioda fiksnog računa i kada se kamatna stopa povećava. Podešavanje tržišne vrijednosti štiti osiguravajuću kompaniju od napravljenih gubitaka potrebnih za prodaju osnovnih investicija (najčešće obveznica) koje treba prilagoditi transferu.

Pojedinačni račun se, takode, naziva i »varijabilni račun« i sadrži »subračune« koji mogu investirati u različite vrste hartija od vrijednosti ili različite zajedničke fondove koji nude vlasnicima ugovora različite investicione opcije. On se naziva pojedinačni račun zato što imovina nije dio opšteg imovinskog računa investicione kompanije. Ovo je važna razlika, ukoliko investiciona kompanija ima iskustva sa finansijskim teškoćama pa kreditori ne mogu imati pristup pojedinačnim računima u cilju satisfakcije njihovih zahtjeva. Osiguravajuća kompanija ne garantuje ugovorenu glavnicu pojedinačnog računa ispod ugovora o varijabilnom anuitetu kada vrijednost ove investicije fluktuirala sa promjenama tržišne cijene fundamentalne hartije od vrijednosti.



Sl. 4.2. Račun osiguravajuće kompanije⁶²

Kao što je prethodno konstatovano, varijabilni anuiteti su razmotrene hartije od vrijednosti i stoga moraju biti registrovane od strane Komisije za hartije od vrijednosti. Prema tome, Komisija zahtijeva da varijabilni anuiteti budu prodani saglasno sa primjenljivim zakonskim i regulatornim uslovima upravljanja prodajom hartija od vrijednosti. Na primjer, zakonski prospekt, je dokument koje obezbjeđuje zahtijevano objavljivanje investitora u pogledu investicionih karakteristika i rizika koji se odnose na anuitet i stoga moraju biti uručena kupcu ne kasnije od vremena kada je ugovor o kupovini potvrđen. Prodavci varijabilnih anuiteta moraju imati kako investicionu tako i brokersku licencu. Nadalje, neke države zahtijevaju da agenti ili brokeri dobiju pojedinačnu licencu osiguravajućih varijabilnih anuiteta.

Pojedinačni račun može biti strukturiran na dva načina. Pojedinačni račun može investirati direktno u portfolio hartija koji je aktivno upravljan. Ovaj tip pojedinačno se zove »upravljački račun« ili »menadžerski račun«. Alternativno, pojedinačni račun može investirati u hartije od vrijednosti zajedničkih fondova, odnosno portfolio kojim se aktivno upravlja od strane investicionih menadžera fonda. Kao što je prethodno rečeno, zajednički fondovi u kojima osiguravajuće kompanije pojedinačne račune mogu investirati u maloprodajne fondove adaptibilnih, samo pojedinačnim računima, osiguravajućih kompanija. Najveći broj varijabilnih anuiteta nude investitorima nekoliko investicionih opcija kroz podračune pojedinačnih računa investiranih u akcije zajedničkih fondova.

Tipovi podračuna predstavljaju opcije između različitih varijabilnih anuiteta ali neke više opšte opcije raspoložive za spajanje sa pojedinačnim računom i podračunima investiranim u akcije zajedničkih fondova omogućavaju laku primjenu za većinu investicionih profesionalaca. U praksi se najčešće pojavljuju sledeći podračuni:

- *Podračuni novčanog tržišta* – investiraju u zajedničke fondova tržišta novca koji nude kratkoročne instrumente tržišta (dužnički instrumenti od jedne godine ili manje) poput: trezorskih obveznica, prenosivih instrumenata o depozitu, komercijalnih papira, bankarskih akceptata, ugovora o reotkupu i ostalih kratkoročnih dužničkih instrumenata. Akumulacija dijela vrijednosti podračuna raste sa rastom reinvestiranih kamata. Data priroda njihovih portfolio investicija za slučaj kada se stopa povećava, stopa povraćaja podračuna novčanog tržišta raste. Podračuni tržišta novca se često

koriste kao mjesto na kome se stavlja novac privremeno do konačne odluke kada se steknu uslovi za investiranje novca uz više povraćaje.

- *Obveznički podračuni* – investiraju u zajedničke fondove koji primarno investiraju u dužničke hartije koje plaćaju više kamatne stope od računa tržišta novca. Izvjesni obveznički podračuni mogu investirati u obveznice slabog kvaliteta (tzv. «visokorizične obveznice») koje donose više kamate (čak i sa višim rizikom) ili u visokokvalitetne obveznice. Akumulacija dijela vrijednosti ovih podračuna fluktuirá inverzno u odnosu na kamatnu stopu. Ukoliko je plaćanje kamate fiksirano, obveznice su subjekti sa rizikom kupovne snage. (rizik da će inflacija erodirati kupovnu snagu obveznica koje plaćaju kamatu i glavnici).
- *Akcijski podračun* – investira u zajedničke fondove koji ulažu u obične akcije. Oni nude viši rizik/povraćaj u odnosu na obvezničke podračune. Akcijski podračuni mogu tražiti povećanje kapitala, profita ili kombinaciju ova dva cilja. Ovako zahtijevana kapitalna apresijacija uopšte koncentriše njihove investicije u uspostavljanje rasta kompanije ili njenog smanjenja, kada su u pitanju rapidno rastuće kompanije. Akcijski podračun je popularan izbor za vlasnike varijabilnih anuiteta zbog njihovog potencijalnog povraćaja kao zaštite od inflacione stope, kao i važnosti razmatranja kada se investira na lični penzioni račun.
- *Internacionalni akcijski podračun* – investira u zajedničke fondove koji kupuju inostrane akcije sa potencijalom za uvećanje kapitala. Mnoge inostrane kompanije rapidno rastu, stoga, njihove akcije mogu obezbijediti značajnu apresijaciju diverzifikacijom portfolija. Glavni rizik nerazdvojiv od investiranja u podračun internacionalnih akcija je rizik kursa, koji predstavlja rizik nižeg povraćaja od očekivanog za konverziju inostranog kursa u američke dolare. Inostrane akcije prave benefit, uvijek, kada je slabiji dolar. Neki varijabilni anuiteti nude globalne podračune, koji mogu investirati u zajedničke fondove ulažući kako u američke akcijske fondove tako i inostrane akcije.
- *Podračuni plemenitih metala* – investiraju u zajedničke fondove koji kupuju akcije kompanija koje eksploatišu i prodaju zlato, srebro i ostale plemenite metale. Tradicionalno, ovi podračuni su obezbjeđenje od ponovne inflacije.
- *Podračuni sa alokacijom aktive* – investiraju u zajedničke fondove koji prodaju akcije različitih kategorija aktive uključujući obveznice, američke akcije, internacionalne akcije, instrumente tržišta novca i inflacionu zaštitu akcija plemenitih metala ili akcije prirodnih resursa. Kombinacija različitih kategorija aktive u jedinstven fond obezbjeđuje široku diverzifikaciju. Obično menadžeri računa odlučuju o proporciji koju fond investira u svaku od ovih kategorija. Drugačije ime za svaki od ovih računa je »menadžer aktive« podračuna.

Vlasnici ugovora mogu investirati u neki, ili sve, podračune koji su nudi od strane anuiteta, kao subjekata sa prihvatljivi minimumom. Oni mogu vršiti transfer telefonom, što obično ne košta, mađa neke osiguravajuće kuće nameću troškove transfera ukoliko dode do određenog prekoračenja. Transfer može biti napravljen između fiksnog računa i varijabilnog računa ali se subjekti moraju prilagoditi tržišnoj vrijednosti ili drugim limitima transfera. Izvjesni varijabilni anuiteti limitiraju povlačenje sa opšteg računa do izvjesnog procenta računa, poput 10% godišnje, sem usled smrti ili anuitizacije. Kada investitori kupuju varijabilne anuitete, njihove investirani dolari se konvertuju u »akumulacione udjele« koji su slični akcijama zajedničkog fonda. Ovi udjeli su bazirani na fondovskoj neto vrijednosti aktive po udjelu (ukupna imovina umanjena za obaveze, podijeljena sa brojem nenaplaćanih udjela) za vrijeme kupovine. Kao i kod zajedničkih

4.5. Troškovi varijabilnih anuiteta

Varijabilni anuiteti imaju procijenjene troškove za vlasnike ugovora, uključujući sledeće:

- *Trošak kontingenta odgođene prodaje (Troškovi prodaje)* – većina varijabilnih anuiteta se prodaje bez prethodnih prodajnih troškova (opterećenja). Umjesto prodajnih troškova, nametnutih na opadajućoj osnovi, vlasnici ugovora predaju ugovor o anuitetu prvih nekoliko godina od kupovine ugovora. Na primjer, ukoliko je anuitet predat tokom prve godine, troškovi odgođene prodaje mogu biti 7% premije plaćene manje od provizije povlačenja. Ukoliko je anuitet prenesen tokom druge godine, troškovi mogu biti 6% i tako dalje. Ovaj procenat je primjenljiv na račun otkupa ili akumuliranu vrijednost, zavisno od ugovora i koristi se plaćanje prodajne provizije zaradene od anuitetne prodaje u vrijeme prodaje.
- *Trošak administrativnih usluga* – ovaj trošak koji je obično procenat od računa koji je investiran na pojedinačni račun fonda, pokriven je troškovima transfera novca između različitih anuitetnih računa, troškovima izdavanja periodičnih izvještaja vlasnicima ugovora i troškovima čuvanja i arhiviranja akata.
- *Troškovi održavanja ugovora* – su godišnji, fiksni troškovi pokriveni emisijom i održavanjem anuiteta.
- *Mortalitet i troškove rizika* – kompenzira osiguravajuća kompanija za preuzeti rizik koji će vlasnici ugovora platiti, za slučaj smrti, prije datuma anuitetnog plaćanja predviđenog na početku, što je izazvano obligacijom osiguravajuće kompanije za plaćanje posmrtnih benefita koji mogu biti viši od vrijednosti računa iz ugovora vlasnika. Troškove mortalitetnog rizika je moguće kompenzirati kada osiguravač preuzme rizik da će vlasnik anuiteta živjeti duže nego što je to procijenila kompanija. Troškove rizika kompenzira osiguravajuća kompanija za preuzeti rizik pa će kompanija prekoračenja aktuelnih troškova upravljanja iz ugovora ponovo pokriti iz ostalih obaveza. Ove dvije vrste obaveza nijesu generalno limitirane opštim računima fondova, već njihovim pojedinačnim računom.
- *Premija poreza* – određuju izvjesne države i lokalne vlade. Kada je državna poreska premija određena, u prihvatljivom procentu, u rasponu od 0.5% do 4% i oduzeta od svake premije plaćanja, onda je samo neto račun kreditiran ugovorom sa vlasnikom. Nametnuta premija poreza koja je politički podrazdio (segment) je, takođe, izuzeta od plaćanja i njena stopa je najčešće manja od 1%.
- *Pojedinačni račun troškova* – se reflektuje na troškove upravljanja i operativne troškove na podračunu koji se sastoje iz menadžerske provizije i troškova zajedničkog fonda. Ovo plaćanje se odnosi na usluge portfolio menadžerskog tima i za svakodnevne operativne troškove menadžmenta. Kao i sa zajedničkim fondovima, ovi troškovi variraju od tipa do tipa podračuna. Ali u načelu, tržište novca, obveznice, akcije, internacionalni akcijski podračuni, po redosledu povećavaju troškove.⁶³
- *Tipične obaveze* – su one koje variraju od ugovora o anuitetu do ugovora o anuitetu ali se tipično javljaju u sledećim oblicima:
 - 1. Obaveze administrativnih usluga 0.15%
 - 2. Godišnje obaveze održavanja ugovora 30 dolara
 - 3. Mortalitet i troškovi rizika 1.15%
 - 4. Pojedinačni račun troškova 0.5% - 1.5%

- *Povlačenja i krediti* – izazivaju finansijske nevolje i nepredvidene prilike su dio života kao i svaki zahtjev da će individue dobiti gotovinu za svaki blagovremen zahtjev. Premda su anuiteti dizajnirani da obezbijede periodična plaćanja, vlasnici ugovora iskazuju potrebu za raspolaganjem gotovinom tokom akumulacionog perioda kroz povlačenje i kredite. Mnogi anuiteti dozvoljavaju povlačenje od 10% godišnje od akumulacione vrijednosti ili 10% kumulativne premije bez plaćanja kazne od strane osiguravajuće kompanije (poreski penali i sl.). Osiguravajuće kompanije raspolažu odgovarajućom skalom penala baziranom na dužini perioda u kome je novac u anuitetu i mogu primijeniti kontigent obaveza odložene potrošnje. Kada su u pitanju krediti nemoguće je praviti kontigent obaveza odložene potrošnje. Ukoliko nije došlo do ranijeg plaćanja, biće redukovane buduće distribucije.
- *Anuitizacija* – svaki ugovor o anuitetu obezbjeđuje eventualne promjene od akumulacionog perioda do perioda plaćanja. Ove promjene se nazivaju anuitizacija. Kada se vlasnik anuiteta odluči za anuitizaciju, ili otpočne plaćanje anuiteta, moguće je izabrati dvije vrste plaćanja: opciju fiksnog prihoda ili opciju varijabilnog prihoda. Ukoliko je izabrana opcija varijabilnog prihoda, akumulacioni udjeli su konvertovani u »udjele anuiteta«. Anuitetna plaćanja su bazirana na fiksnom broju anuitetnih udjela, pri čemu se svaka promjena u vrijednosti manifestuje kao promjena vrijednosti bazične hartije fonda. U drugom slučaju, dolarski račun periodičnih plaćanja će biti promijenjen. Kada plaćanje otpočne, faktori osiguravajuće kompanije su tobožnji, konzervativna rastuća stopa bazirana na anuitetnoj tabeli, pri čemu je ograničenje koliko anuitetnih udjela može biti kupljeno sa vrijednosti anuitetnog računa. Taj broj vremenskih udjela vrijednosno je po anuitetnom udjelu ekvivalentan plaćanju prvog mjeseca. Broj udjela je konstantan kroz period anuitetnog plaćanja. Vrijednost anuitetnog udjela će biti uvijek promijenjena sa investicionom vrijednošću osnovnih hartija. Ukoliko varijabilni anuiteti nude fiksne i pojedinačne račune, postojeće opcije sa fiksnim plaćanjem i kombinacija varijabilnih plaćanja. U ovoj situaciji, premija alocirana na fiksni račun u skladu sa ugovorom obezbjeđuje fiksno plaćanje, i u bilansu, je locirana na poseban račun, snadbjeven plaćanjem.

Izborom pravih anuiteta za klijente se zahtijeva ista zaštita i analiza potrebna za selekciju tradicionalnih zajedničkih fondova. Poslije do sada navedenog, može se reći da su varijabilni anuiteti »omot« od osiguravajućeg ugovora zajedničkih fondova. Pod ovim se podrazumijeva:

- Tip ugovora o varijabilnom anuitetu;
- Investicioni ciljevi kupca;
- Performanse iz prošlosti;
- Troškovi i provizije;
- Investicioni stilovi podračuna;
- Karakteristike rizika;
- Ostale karakteristike (minimalna inicijalna kupovina, politika povlačenja, usluge iz ugovora ...)

Prilikom tretmana ove vrste ulaganja treba imati u vidu činjenicu da malo medija pokriva ovu vrstu ulaganja. Dnevne cijene se ne publikuju, već se permenentno mora kontaktirati osiguravajuća kompanija. Inicijalne informacije o varijabilnim anuitetima se objavljuju u prospektu i računovodstvenim dodatnim informacijama.

4.6. Opcije isplate

Vlasnici ugovora imaju različite opcije isplate kod varijabilnih anuiteta. Kod nekih anuiteta, jedinstvenim otpočinjanjem anuitizacije, selektovana opcija ne može biti promijenjena. Za ostale anuitete, opcija plaćanja, u odnosu na životne anuitete, može biti promijenjena poslije anuitizacije. Specifično, veličina mjesečnih plaćanja zavisi od četiri faktora: (1) Ukupnog iznosa određenog lica; (2) Dužine njegovog akumulacionog perioda; (3) Investicione performanse odnosno neto troškovi i (4) Procjena osiguravajuće kompanije o očekivanom životnom vijeku ukoliko se odluči za životni anuitet.⁶⁴

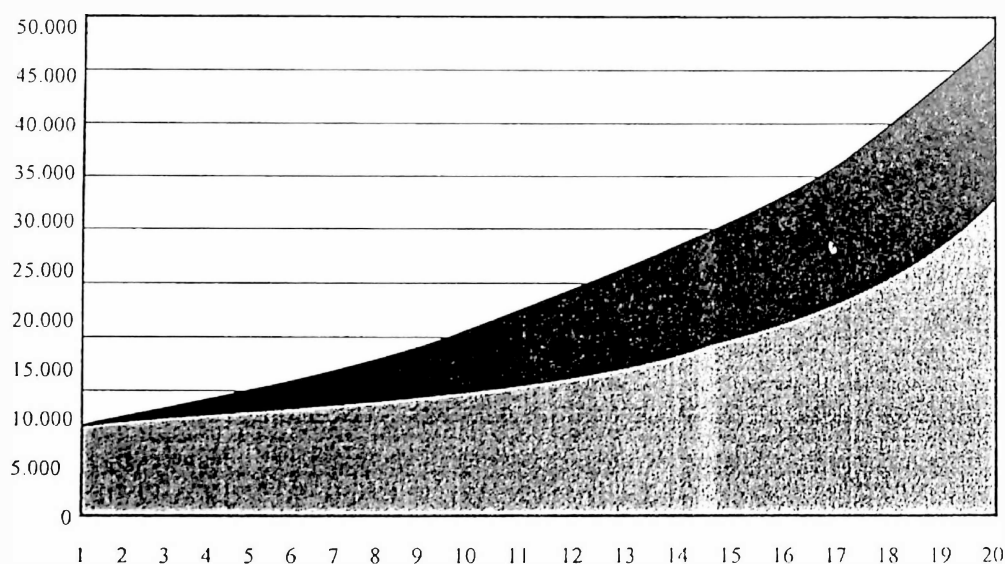
- *Životni anuiteti* – ova opcija, takode, nazvana »ravan život« ili »čisti anuiteti«, prave anuitetna plaćanja onoliko dugo koliko primalac anuiteta živi, dakle od 1 mjeseca do 40 godina ili više. Kada korisnik anuiteta umre, prestaje anuitetno plaćanje i bilansno posmatrano anuitet predstavlja gubitak za investicionu kompaniju. Ova opcija obezbjeđuje velika plaćanja anuiteta za dati računovodstveni iznos ali ne ostavljaju ništa korisniku osiguranja.
- *Život i izvjestan period* – ova opcija čini plaćanje anuiteta onoliko dugo koliko primalac anuiteta živi. Uvijek, ukoliko je vlasnik anuiteta umro prije specifičnog perioda, poput 10 ili 20 godina, plaćanje se kontinuirano nastavlja korisniku osiguranja do kraja datog perioda. Naravno, duži izvjesan period, biće plaćani manji anuiteti.
- *Život i siguran povraćaj* – omogućavaju plaćanja anuiteta duže nego što primalac anuiteta živi, ali može napraviti jednu ili dvije forme ukoliko primalac anuiteta umre prije povraćaja glavnice. »Rata povraćaja« korisniku omogućava kontinuirano plaćanja dok glavnica ne bude u potpunosti vraćena nazad. Pod »povraćajem gotovine« se podrazumijeva ukupna suma ekvivalentna bilansu glavnice koja je plaćena korisniku na dan smrti primaoca anuiteta.
- *Potpun zajednički život* – pravi anuitetna plaćanja onoliko dugo koliko dvoje ljudi žive. Plaćanje prestaje smrću jednog od dva lica. Ova opcija ima veoma limitirano korišćenje.
- *Zajednički i naslednički životni anuitet* – vrši anuitetna plaćanja onoliko dugo koliko jedno od dvoje lica živi. U slučaju smrti druge persone, anuitetno plaćanje prestaje. U skladu sa opštim konceptom, do smrti prve persone, plaćanje može biti nastavljeno u nekom računu sa 100 % plaćanja nasledniku ili sa 50 % plaćanja nasledniku, pri čemu je inicijalno plaćanje skraćeno na pola.
- *Zajednički i naslednički životni anuitet za izvjesan period* – ova opcija vrši plaćanja isto toliko koliko dvije persone žive, ali ako obje prestanu da žive prije izvjesnog perioda, na primjer 10 godina, plaćanje se nastavlja do dosezanja 10 godišnjeg perioda.
- *Zajednički i naslednički životni anuitet sa izvjesnim povraćajem* – takode, pravi plaćanje onoliko dugo koliko su obje individue žive, ali ako obje umru prije povraćaja računa sa investiranom premijom, plaćanje osiguraniku se odvija kontinuirano do potpune isplate računa. Ukoliko je osiguranik napravio na računu ukupnu sumu, ona je diskontovana na sadašnju vrijednost preostalih plaćanja.
- *Terminski izvjesni anuitet* – ova opcija garantuje plaćanje izvjestan broj godina, na primjer 10. Primalac anuiteta stiže plaćanje za 10 godina, ali ukoliko dođe do njegove smrti prije isteka 10 godine, osiguranik prihvata plaćanje za ostatak do 10 godine.
- *Smrtni benefit* – je osiguravajući proizvod karakterističan za sve varijabilne anuitete. Ova uobičajena stipulacija je takva da u slučaju da vlasnik ugovora umre prije nego što otpočne anuitetno plaćanje, osiguranik će primiti ne manje od ukupnih kupovnih plaćanja odnosno manje nego što je već napravljeno povlačenje. Ova garancija znači da

će osiguranik najmanje dobiti nazad novac investiran u anuitet ukoliko nije povlačenje bilo uzeto. Garancija ovog tipa je pojedinačni benefit za vlasnika ugovora koji investira na akcijski podračun i kad nastane smrt u vrijeme pada tržišne vrijednosti akcije na računu investiranom u anuitet. Ovaj gubitak će biti pokriven za osiguranika kroz smrtni benefit. Troškove mortalitetnog rizika, opisane ranije, kompenzira osiguravajuća kompanija kroz pretpostavljeni rizik da će ovaj benefit biti plaćen.

Smrtni benefit takođe može biti strukturiran kao rast anuiteta koji uključuje smrtni benefit. Ovo je urađeno kroz ponovno namještanje periodičnog plaćanja veće vrijednosti računa ili premije plaćene manjim povlačenjem. Primalac anuiteta može ostvariti zaradu ako nema ekstra troškova. U nekim ugovorima, uvijek, ovaj ekstra smrtni benefit dolazi sa produženim odricanjem troškova.

4.7. Oporezivanje – prednost varijabilnih anuiteta

Za mnoge investitore, primaran razlog za kupovinu varijabilnih anuiteta umjesto zajedničkih fondova je činjenica da se porez na zaradu i uvećanje kapitala odlažu tokom akumulacione faze. Ovo znači da vrijednost može rasti mnogo brže. Slika 4.3. pokazuje šta se dešava kada 10.000 dolara stavite na dva različita računa, pri čemu je godišnja zarada 8% godišnje. Račun koji akumulira bez poreza raste do 46.610 dolara poslije perioda od 20 godina. Drugi račun koji godišnje plaća porez u iznosu od 28 % od svoje zarade, raste na 30.650 dolara, pri čemu je razlika 15.960 dolara.



Sl. 4.3. Moć poreski odložene akumulacije⁶⁵

Podjednako nakon plaćanja poreza na zaradu na računu, poreska odlaganja završavaju sa rastom od 11.491 dolara. Razlika bi bila još i veća za poreskog obveznika koji ima viši marginalni dohodak u grupi ukoliko su državni i lokalni porezi uzeti sa računa. Benefit odloženog poreza kod anuiteta bio bi napušten poreskom reformom kada su eliminisane neke grupe obveznika za mnoge investicije i pojedinačno ograničena partnerstva. Ova poreska odlaganja su velika prednost, naravno, za individue koje spadaju

⁶⁵ Isto
108

u grupu visokih poreskih obveznika. U nastavku, transfer između anuitetnih podračuna može vješto izbjeći poreske konsekvence. Ostale glavne poreske provizije su prilagodljive varijabilnim anuitetima.

Plaćanja anuiteta se sastoje iz dijela koji se odnosi na glavnica i dijela koji se odnosi na zaradu. Glavnica je jednostavan povraćaj novca investitora i stoga nije oporezovan. Ograničenje zbog koga ovaj dio plaćanja nije oporeziv bazira se na » raciju isključenja«. Ovaj racio za varijabilni anuitet je »investicioni ugovor« koji plaća ukupnu premiju podijeljenu sa vremenskim očekivanjem trajanja života, koji je baziran na statističkim tabelama. Podjela će obezbijediti da godišnji račun bude neoporeziv i stoga ga primalac anuiteta koristi konstantno. Ukoliko je ukupno plaćanje anuiteta veće od njegovog računa višak će biti oporezovan kao uobičajen prihod. Prema tome, ako primalac anuiteta uzima životni anuitet i doprinosi tački u kojoj su investicije iz ugovora bile u potpunosti plaćene (koji bi na kraju perioda bile ekvivalentne sa vremenskim očekivanjem života na početku anuitizacije) sledeće anuitetno plaćanje bilo bi u potpunosti oporezovano.

Za anuitete koji se nude nakon 1982 godine povlačenje novca na dan ili nakon datuma otpočinjanja anuiteta se smatra potpunom zaradom i novac povučen prije otpočinjanja anuiteta se smatra prvom zaradom (zavisno od iznosa dohotka zaradenog ugovorom) i drugom glavnicom. Na primjer preuzeti anuitet za koji je plaćena premija od 100. 000 dolara vrijedi po računu 120. 000 dolara. Ukoliko vlasnik ugovora povlači neki račun od 20. 000 dolara, to se smatra zaradom i stoga je potpuno oporeziv, a ako je manji od ovog iznosa smatra se glavnicom i nije oporeziv. Za anuitetne ugovore prije 1982 godine povlačenje glavnice se smatra primarnom a zarada sekundarnom glavnicom, čiji iznos povećava investicioni ugovor koji bi bio povučen prije nego što bi neki porez bio plaćen. Zbog ovih razloga, povlačenje iznosa locirano na investicije poslije ovog perioda u ugovoru se tretira kao povlačenje iz ugovora prijavom poslije određenog datuma. Krediti poput ovih anuiteta su tretirani u poreske svrhe a ponekad kao povlačenje novca.

Kazna za raniju distribuciju ili povlačenje obeshrabruje korišćenje anuiteta kao kratkoročno izbjegavanje poreskih obaveza. To je dodatni porez ili kazna ekvivalentna 10 – procentnom dijelu za neku » prijevremenu« distribuciju, opšte napravljenu prije nego što vlasnik ugovora navrši 59,5 godina. Ova kazna je nastavak neke kazne koja može biti ocijenjena od strane osiguravajuće kompanije. Iz ovih razloga, anuiteti se obično prodaju da obezbijede keš flow tokom penzije. Ne zaračunava se kazna za distribuciju u sledećim slučajevima: (1) Za osobe starije od prethodno navedene vremenske granice; (2) U slučaju smrti; (3) U slučaju invaliditeta; (4) U slučaju » suštinskog periodičnog plaćanja« (ne manje frekventnog od godišnjeg nivoa) napravljenog preko životnog vijeka.

Ukoliko korisnik anuiteta ima izvjesan termin ili vraćanje anuiteta ili pak smrt prije prihvatanja garantovanog iznosa, ostatak je naplaćen od korisnika. Ovaj bilans, bilo da je prihvaćen kao ukupna suma ili u ratama, je oslobođen poreza do ukupnog iznosa poreskih prihvatanja, kada se dodaju neoporezivi iznosi prethodno prihvaćeni iz anuitetnog ugovora, ekvivalentni investicijama iz ugovora. Nakon toga, svi iznosi prihvataju punu oporezivost. Za slučaj da korisnik anuiteta umre prije anuitizacije, neki posmrtni benefiti bivaju prihvaćeni od strane osiguranika koji prekoračuju investicije iz ugovora pri punoj oporezivosti.

Imovinsko oporezivanje nastaje kada vlasnik anuiteta umre prije anuitizacije pa je vrijednost računa uključena u njegovu ili njenu imovinu iz poreskih razloga. Ukoliko se smrt desila poslije anuitizacije i plaćanje se kontinuirano vrši osiguraniku, sadašnja vrijednost posmrtnih plaćanja je uključena u imovinu vlasnika ugovora.

Prilikom analize investicija varijabilni anuiteti imaju svojih prednosti i nedostataka. Prednosti se ogledaju u sledećem:

- Odlaganje poreza na zarade i povećanje vrijednosti;
- Profesionalni menadžment prilikom investiranja;
- Investiciona fleksibilnost bez poreskih konsekvenci;
- Garancije posmrtnih benefita pri čemu, prije anuitizacije, korisnik osiguranja prihvata najmanju glavnicu što nije bez značaja kada su u pitanju performanse podračuna;
- Neograničeni iznos (sem ako nije nametnut od osiguravajuće kompanije) koji može biti investiran u jedan anuitet;
- Potencijal za inflacionu zaštitu i visoke povraćaje, specijalno kod akcijskih podračuna;
- Zaštita od osiguravajućih kreditora na podračunima;
- Široka selekcija anuiteta i opcija transfera;

S druge strane mane ovog investicionog instrumenta ogledaju se u sledećem:

- Kazne za prijevremenu distribuciju;
- Relativno visoke provizije;
- Glavnica nije garantovana od osiguravajuće kompanije osim kao posmrtni benefit;
- Anuitetno plaćanje može opadati ukoliko pada cijena fundamentalnih hartija od vrijednosti;
- Neka kapitalna dobit sa podračuna je konačno konvertovana u obični prihod tokom anuitizacije;

Na kraju treba reći da su varijabilni anuiteti esencijalno zajednički fondovi koji sadrže unutrašnji anuitetni omot, pa mnogi investitori analiziraju i upoređuju ova dva instrumenta kada odlučuju kako da direktno investiraju svoju finansijsku imovinu. Ova komparacija je pogodna kada se posmatra sa sledećih aspekata:

- Varijabilni anuiteti imaju odloženi obračun na zaradu i realizovanu kapitalnu dobit (kada su hartije prodane sa profitom) dok zajednički fondovi nemaju ovu obavezu;
- Varijabilni anuiteti imaju više provizije od zajedničkih fondova;
- Varijabilni anuiteti moraju plaćati penale za prijevremenu naplatu što zajednički fondovi ne moraju;
- Varijabilni anuiteti nude samo svojim porodicama podračune dok kod zajedničkih fondova postoji ogromna selekcija prilagodljiva zahtjevima investitora;
- Performanse varijabilnih anuiteta su mnogo teže za nastavak od performansi zajedničkih fondova;

4.8. Program zajedničkih fondova za pokriće naknade

Uvećanje popularnosti programa nude izvjesne investicione firme i banke (ili njihove filijale) i ona se ogleda u programu zajedničkih fondova za pokriće naknade. To je u stvari investiciono-savjetodavni program koji alokira novac investitora između različitih fondova. Alokacija je bazirana na informacijama sakupljenim od klijenata. Ovaj portfolio je kontinuirano nadgledan i ako je potrebno prilagođavan promjenama situacije investitora. (program ne bi trebalo miješati sa » konsultantskim programom pokrića« koji alokira novac od jednog ili više novčanih menadžera i zahtijeva mnogo viši minimum u odnosu na program fondova za pokrića). Glavni razlog za rast programa za pokriće je u tome što je njihov minimum investiranja od 10 000 – 25 000 dolara unutar više klijenata u odnosu na 100 000 dolara zahtijevan od konsultantskog programa pokrića.

Program zajedničkih fondova za pokriće naknade je specifičan proces čiji se portfolio fondova razvija i prilagođava situaciji klijenta. Ovaj proces startuje sakupljanjem informacija, obično, kroz pisani upitnik o klijentu. Informacije uključuju investicione

ciljeve, veličinu tolerancije rizika, prihodne zahtjeve, vremenski horizont, investicione stavove i preferencije i neke druge važne informacije potrebne za dizajniranje portfolija specifičnog klijenta.

Sledeći korak je selekcija oba tipa fondova, i unutar ovih tipova, individualni fondovi su bazirani na informacijama o klijentu. Ove informacije obezbjeđuju direktive i parametre u procesu selekcije. Na primjer, klijent zahtijeva rast kapitalne moći želeći i rastući stil i vrijednosni stil fonda u portfoliju. Neki klijenti ne žele internacionalne akcijske fondove pa ovi fondovi moraju biti eliminisani iz razmatranja. Veoma važna funkcija ovog koraka je uspostavljanje portfolio alokacije aktive koja je u saglasnosti sa informacijama klijenta. Neki programi determinišu selekciju za klijenta a neki determinišu selekciju u konsultacijama sa klijentom.

Treći korak je monitoring i revizija portfolija sa klijentom. Programi za pokriće provizija obično obezbjeđuju kvartalne izvještaje, a revizija procesa se može vršiti kvartalno, polugodišnje, ili u većini slučajeva, godišnje zavisno od toga koja frekvencija predstavlja pravi osjećaj za situaciju klijenta. Proces izvještavanja obezbjeđuje periodični kontakt koji gradi dugoročne relacije između investicionih profesionalaca i njihovih klijenata. To, takođe, omogućava neke promjene u ciljevima klijenta i okolnostima koje bi bile inkorporirane u program kao novi podaci uzeti sa računa. Promjene je, stoga, ponekad moguće napraviti automatski a ponekad samo poslije revidovanog predloga klijenta.

Kao što je u prethodnom dijelu rada saopšteno važan dio u drugom koraku fondovskog procesa pokrića je alokacija aktive. Alokacijom aktive se kombinuju različiti tipovi aktive poput nacionalnih akcija, internacionalnih akcija, akcije plemenitih metala i instrumenata tržišta novca prilikom kreiranja portfolija. Ovo je moguće relativno jednostavno posredstvom zajedničkih fondova koji koncentrišu svoj holding u određene oblike aktive. Veoma važno je prilikom analize imovinske alokacije imati u vidu indikator koji govori o tome da je preko 90% varijacija plana ukupnog povraćaja bilo prilagodljivo kvalitetu aktive a svega 10 % kombinaciji očekivane selekcije hartija i tržišnom tajmingu. Specifične hartije, izabrane u portfoliju, predstavljaju pokušaj portfolio menadžera da pokažu da je vrijeme rasta i pada tržišnih uslova mnogo manje važno od izabrane kategorije aktive. Glavna prednost programa zajedničkih fondova za pokriće provizije se ogleda u tome što oni nude strukturiran pristup adresiranja alokacije aktive na inpute dobijene od klijenta.

Fondovi unutar programa pokrića provizija nude jednu od sledećih varijanti: (1) Javno trgovanje fondovima od sponzora familije fondova; (2) Javno trgovanje zajedničkim fondovima koji nijesu udruženi sa sponzorom ili (3) Fondovi koji su raspoloživi samo kroz program za pokriće provizija. U poslednjem slučaju, sponzor pažljivo ocjenjuje menadžere novcem sa specifičnim ekspertizama kao što su široko pokrivena vrijednost akcija i selekcija onog sponzora koji najviše vjeruje u njihove osobite tržišne niše. Menadžeri novcem vrše monitoring i reviziju ograničenja kako bi zadržali dati program. I sa jednim i sa drugim pristupom, program permanentno varira različite tipove fondova ali obično uključuje sledeće:

- Američke rastuće fondove:
 1. Široko-pokriveni rastući stil;
 2. Široko-pokriveni vrijednosni stil;
 3. Malo-pokriveni rastući stil;
 4. Malo-pokriveni vrijednosni stil;
- Internacionalni akcijski fondovi.
- Američki obveznički fondovi:
 1. Fondovi sa Vladinim hartijama od vrijednosti;
 2. Korporativni obveznički fondovi;

3. Hipotekarne hartije od vrijednosti;
4. Fondovi sa lokalnim obveznicama;
- Internacionalni obveznički fondovi.

Neki fondovi nude više specijalizovane aranžmane, poput regionalnih internacionalnih akcijskih fondova (koncentrisanih u Evropi ili na Dalekom Istoku), sektorima u Američkoj ekonomiji (zdravstvo, tehnologija ili potrebe) ili fondovi sa segmentom fiksnih prihoda (srednjoročno dospjeće, konvertibilne obveznice, lokalne obveznice jedne države...).

Provizija programa zajedničkih fondova za pokriće provizije uošte predstavlja procenat upravljane aktive, tipično rangiran u iznosu od 1% do 1.5%. Upravo jednu proviziju, klijent dobija alokacijom aktive, izvršenjem transakcije i administrativnim servisom. U nekim slučajevima procenat smanjenja je proporcionalan sa upravljanim iznosom. Programi investiranja u zajedničke fondove mogu imati neke prodajne troškove, koji tipično iznose 3.5% do 4.5% u slučaju da fondovi vrše kupovinu van programa ili ostali troškovi od kojih je moguće odustati u izvjesnim programima. Programi investiranja u fondove prilagodljive kroz program pokrića ne prouzrokuje odgovarajuće prodajne troškove za određene fondove. Fondovi sa godišnjim operativnim troškovima obično iznose od 1% do 1.5% prosječne neto aktive.

Kao i kod svih investicija postoje prednosti i nedostaci ulaganja u programe zajedničkih fondova za pokriće provizije. Prednosti ovakve vrste ulaganja ogledaju se u: (1) Prilagođenosti programa portfoliju fonda specifičnim ciljevima klijenta, njegovim preferencijama i okolnostima; (2) Program se specifično adresira i inkorporira kroz važnost imovinske alokacije; (3) Postoji profesionalna selekcija fondova koji čine portfolio; (4) Tokom pravljenja portfolija permanentno se primjenjuje profesionalni monitoring. S druge strane postoje odgovarajući nedostaci koji se manifestuju kroz: (1) Postojanje dodatnog sloja provizija; (2) Selekciju fondova koja je djelimično ograničena izvjesnim programima i (3) Neki od ovih programa su relativno novi pa njihov uspjeh za investitora još nije dokazan.

4.9. Fondovi fondova

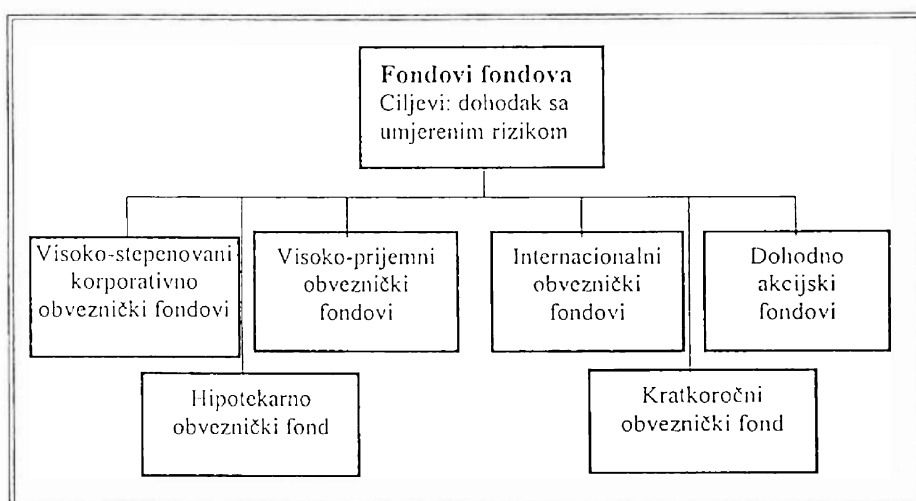
Sledeći tip profesionalno upravljanih investicija koji inkorporira neke fondove su »fondovi fondova (FOF)«. Ove investicije obuhvataju svojinu jednog fonda koji posjeduje akcije drugih fondova. (Program fondova za pokriće provizije, nasuprot tome, involvira svojinu nekoliko fondova unutar jednog programa).⁶⁶ Ponekad fondovi koji su inače zatvoreni za nove investitore su indirektno raspoloživi za jedan od fondova unutar asocijacije fondovi fondova (FOF-a). Ovi finansijski konglomerati su klasifikovani na dva načina i to kao:

- **Udruženi fondovi** – su fondovi koji investiraju samo u jednu familiju fondova (ili »grupu fondova«). Na primjer, grupa fondova investira u devet različitih vrsta fondova. Tipično je u prospektu fonda da se prezentiraju fundamentalni fondovi koji će biti uključeni u portfelj fonda i procenat obuhvata akcija fondova sa fiksnim dohotkom kao i procenat obuhvata za svaki fundamentalni fond.
- **Neudruženi fondovi** – su fondovi koji investiraju u različite familije fondova. Na primjer, prinodne fondove iz jedne fondovske grupe, fondove rasta iz druge grupe fondova, internacionalne akcijske fondove iz treće grupe i tako dalje. Pristalice takvih fondova vjeruju da ovakvo ponašanje fondova omogućava selekciju najboljih iz različitih grupa. Takođe, neki od fondova imaju u vidu i vrijeme kao tržišni element.

Nalik udruženim fondovima, ovi fondovi imaju obično trošak sopstvene menadžerske provizije(to je nastavak fundamentalne menadžerske provizije).

Kada su u pitanju fondovi fondova postoje dva opšta tipa fondova:

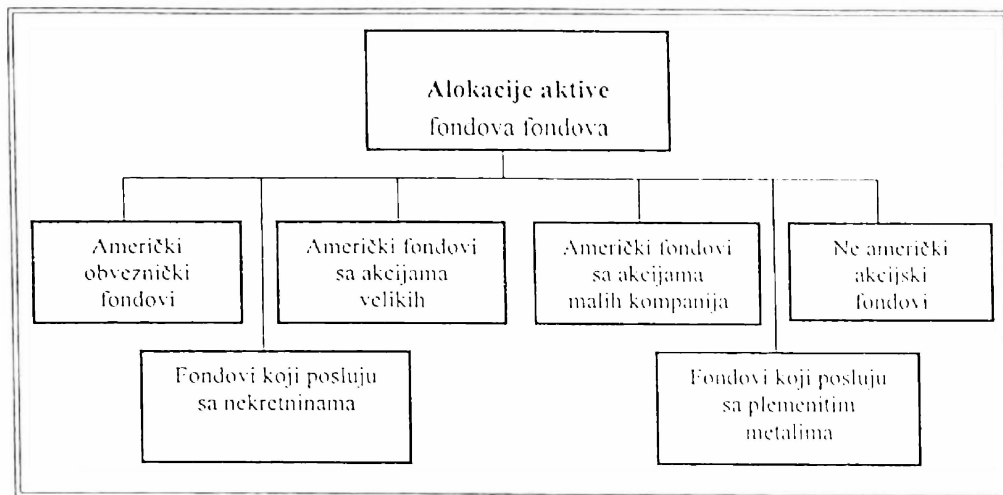
- **Specifični ciljevi** – kombinuju nekoliko fondova ostvarajući izvjesne investicione ciljeve, poput tekućeg prihoda. Na primjer, kroz svojinu na dohodak »fonda fondova (FOF)«, investitor participira u visoko- kotiranim korporativno-obvezničkim fondovima, visoko-prinosnim korporativnim fondovima, hipotekarnim fondovima, internacionalnim obvezničkim fondovima, oporezivim kratkoročnim obvezničkim fondovima i uvijek akcijskim prihodnim fondovima ili kombinacijom koja se vidi na sledećoj slici:



Sl.4.4. Dohodno orijentisani fondovi fondova

Svaki fond obezbjeđuje diverzifikaciju i svaki fond pojedinačno ima svoj put koji vodi realizaciji sopstvenih i globalnih ciljeva. Ostali ciljevi mogu biti rast, agresivni rast ili rast i profit.

- **Alokacija aktive** – fondova je dizajnirana tako da obezbijedi balansiran portfolio kroz participaciju različitih oblika imovine. S toga, ovi tipovi svojine fondova su specijalizovani za pojedinačne imovinske kategorije poput obveznica, američkih akcija, internacionalnih akcija, akcija plemenitih metala, akcija izdatih na bazi nekretnina ili instrumenata tržišta novca što se vidi iz imena najvećih opštih kategorija u datom fondu. Neki od ovih fondova imaju procentne ciljeve za akcijski fond, fiksno-prihodni fondovi i druge, pa pomoću toga obezbjeđuju potencijelne kupce koji imaju dobar senzibilitet za fond. Ostali fondovi su više agresivni i koriste vrijeme kao tržišni faktor uopšte uzevši ciljeve minimizacije gubitaka tokom pozicije na tržištu kada se očekuje pad vrijednosti akcija u odnosu na maksimizaciju dobiti kada se očekuje rast vrijednosti akcija. Naredna slika ilustruje tipičnu alokaciju aktive fondova:



Sl.4.5. Alokacije aktive fondova fondova

Fondovi fondova (FOF-a) mogu biti organizovani po uslovima koji su propisani zakonom o investicionim kompanijama. Ipak, postoje određena ograničenja u pogledu svojine ovih fondova u odnosu na ostale fondove:

1. Fond i njegovo udruženje (koje može uključiti ostale fondove iz nekog kompleksa) ne može imati u svojini više od 3% nekog drugog fonda. Ovim se obezbeđuje da fondovska sopstvena djelatnost ne može imati prekomjerni uticaj na fond čije akcije se nalaze u portfelju.
2. Ukoliko je fond fondova (FOF-a) nosilac prodajnog opterećenja ono ne može prekoračiti 1.5 %.
3. Fundamentalni fond ne zahtijeva otkup akcija držanih od strane fonda fondova u iznosu većem od 1% imovine koju ima fundamentalni fond unutar 30 dnevnog perioda. Time se osigurava da fond fondova ne može imati kapaciteta da destabilizuje drugi fond rapidnom prodajom svojih akcija.
4. Fond fondova (FOF-a) investiranjem u fond ne može prekoračiti više od 5% imovine kojom fond fondova raspolaže.

Za neudružene fondove fondova Komisija za hartije od vrijednosti može smatrati dopustljivim oslobođenje od 3% do 5% ograničenja za svaki fond od javnog interesa koji je konzistentan sa zaštitom investitora. Ova ograničenja ne važe za predložene fondove fondova i fundamentalni fond koji su djelovi investicione kompanije. U ostalim slučajevima grupe fondova žele uspostaviti udružene fondove sa ne dužom potrebom oslobođanja od Komisije za hartije od situacije pogodne za ustanovljenje više udruženih fondova u budućnosti.

Fondovi fondova (FOF-a) koji investiraju u udružene fondove generalno nemaju pojedinačnu savjetodavnu proviziju. Troškovi neudruženih fondova tipično iznose 1% i 1.5% premda neki troškovi mogu iznositi i do 3%. Fondovi organizovani u skladu sa pozitivnim propisima imaju prodajne troškove koji ne mogu prekoračiti 1.5%. Ukoliko osnovni fondovi imaju prodajne troškove, oni ih nastoje prevazići, kroz kombinaciju imovine mnoštva investitora, pri čemu fondovi fondova mogu ostvariti benefite smanjenjem prodajnih troškova prilagodljivih kvantitetu kupovina osnovnih fondova. Specifični fondovi, naravno, imaju godišnje operative troškove koji prevazilaze

datog fonda. Ovi troškovi se odnose na upravljanje fondom, administrativne servise i ostale spoljne usluge poput revizorskih, pravnih, usluga agenata transfera i dr. Oni variraju od fonda do fonda kao i od tipa do tipa fonda ali su obično u rangu 0.5% do 2% prosječne neto aktive.

Minimalni investicioni uslov, takode varira između različitih tipova fondova, ali je generalno od 500 dolara do 5.000 dolara pri čemu su tipična ulaganja od 1.000 dolara do 3.000 dolara.

Fondovi fondova (FOF-a) imaju različite pozitivne i negativne osobine koje mogu biti sumirane na sledeći način. Pozitivne strane bitisanja ovih finansijskih institucija ogledaju se u: (1) Postojanju više diverzifikacije aktive u odnosu na onu koja može biti ostvarena od strane jednog fonda; (2) Kombinacijom različitih tipova fondova postoji uopšte manja nestalnost povraćaja i (3) Postojanju pristupa, ponekad, fondovima koji su zatvoreni za nove račune. S druge strane, postoje sledeće manjkavosti u primjeni ovog modela: (1) Sa neudruženim fondovima dolazi i ustanovljene više oblika provizije; (2) Postoji mogućnost limitirane selekcije fondova i (3) Performanse fondova sa petogodišnjim aranžmanom iz prošlosti su bile miksovane u najboljem kada se uporede sa alokacijom aktive fondova ili fondova fondova sa specifičnim ciljevima.

Faktički, ovi fondovi su idealni za nove igre na finansijskom tržištu na kome učesnici nemaju znanja za početak montaže portfolija zajedničkih fondova i vremena za konstantan monitoring njihovog portfolija. Uvijek je fondovski (FOF) pristup odličan put za početak investiranja u zajedničke fondove.⁶⁷

4.10. Off shore fondovi

Off shore fondovi su kolektivne investicione kompanije registrovane u inostranim zemljama. Tehnički je moguće investirati u off shore fondove, ali oni neće biti izloženi favorizovanom poreskom tretmanu koji je prethodno opisan. U praksi, većina off shore fondova ne dozvoljava amerikancima investiranje u njihove fondove. Fondovi nijesu registrovani u skladu sa zakonom o investicionim kompanijama i njihove hartije ne tretiraju zakon o hartijama od vrijednosti. Prema tome, ukoliko statut dozvoljava prodaju u Sjedinjenim Državama, ovi fondovi mogu biti prodati jedino ovdje ako su kvalifikovani za poreska oslobođenja po ova dva zakona. Fondovi mogu investirati u američke hartije od vrijednosti kojima upravljaju američki savjetnici, bez izlaganja prekomorskih investitora oporezivanju, kao i porezu na prihod.

Da bi ove finansijske institucije funkcionisale sa prekomorskim investitorima⁶⁸ moraju imati određene poreske karakteristike:

- Politička stabilnost;
- Povraćaj (Tip povraćaja varira od regiona do regiona. Na primjer, većina latino-američkih investitora preferira tekući prihod dok većina Azijskih investitora preferira uvaćanje kapitala);
- Likvidnost.

Svaka od ove tri karakteristike je raspoloživa za off shore fondove. Ostvarenje favorizujućeg poreskog statusa ne mora se smatrati poslovnim događajem u S.A.D.-a ako se posmatra sa aspekta Zakona o porezima i ostale poreske regulative. Ova provizija (koja se primjenjuje za korporacije i partnerstva) zahtijeva da dati fond ne mora imati glavnu kancelariju u S.A.D.-a određeno vrijeme tokom poreske godine. Ukoliko je glavna kancelarija van S.A.D.-a to proizvodi određene probleme u: (1) Komunikaciji sa akcionarima (uključujući snadbijevanje finansijskim izvještajima); (2) Komunikaciji sa

⁶⁷ Perritt W.G.: "Mutual Funds Made Easy", pg. 160.

⁶⁸ Madura J.: "Global Portfolio Management for Institutional Investors" no. 110

glavnom publikom; (3) Traženju prodaje za sopstvene akcije; (4) Prihvatanje pretplate za nove akcionare; (5) Održavanju snimljene korporativne glavnice i poslovnih knjiga; (6) Reviziji poslovnih knjiga; (7) Isplati dividende, legalnih provizija, računovodstvenih provizija i plata za direktore i saradnike; (8) Izdavanje i snadbijevanje ponude i otkupne cijena udjela emitovanih akcija; (9) Vođenju sastanka akcionara i borda direktora i (10) Pravljenju iskupa sopstvenih akcija.

Oporezivanje je primarni razlog za investiranje u off shore fondove. Distribucija od domaćih investicionih kompanija koje su kvalifikovane za ovaj postupak kao »regulisane investicione kompanije« i razmatranja kako dividende (koje uključuju distribuciju neto kratkoročne kapitalne dobiti) ili distribucije kapitalne dobiti (koja uključuju distribuciju neto dugoročne kapitalne dobiti) su glavni razlog ovakvog ulaganja. Dividendna distribucija od regulisanih investicionih kompanija ka nerezidentnim inostranim korporativnim akcionarima oporeziva je porezom na prihod većim od 30% (koji može biti redukovano prema prilagodljivom ugovoru). Off shore fondovi mogu izbjeći ovaj poreski problem za svoje akcionare, zbog distribucije domicilnih investicionih kompanija koji su u nadležnosti »poreskog skrovišta« poput Luksemburga, Irske, Švajcarske, nekih ostrva na Karibima, ali ne i subjekata koje oni zadržavaju. (Distribucija kapitalne dobiti za ove akcionare je oslobođena poreza, uvijek kada je bila napravljena od domaćih regulisanih investicionih kompanija). Naravno, investitori u ove fondove su obavezni da se povinuju poreskim zakonima individualnih zemalja. Stoga je očigledno da nadzorni, poreski i izvještajni zahtjevi variraju od jednog do drugog off shore centra upravo kao što se individualna akcionarski odnosi razlikuju od zemlje do zemlje.

Off shore fondovi nijesu subjekti čiju investicionu strategiju reguliše Komisija za hartije od vrijednosti, niti se njihova portfolio kompozicija tretira poput one sa domaćim zajedničkim fondovima. Svaka domicilna regulativa zavisi od legalne strukture i instrumenata dopustivih za fondove registrovane pod datom jurisdikcijom. To može biti više ili manje otežano u odnosu na regulativu komisije za hartije od vrijednosti zavisno od stalnog mjesta boravka, strukture fonda i profila akcionara. Mnogim off shore fondovima se upravlja poput hedž fondova u koje ono mogu investirati kao široke varijetete finansijskih instrumenata, uključujući derivate i korišćenjem agresivnih tehnika poput finansijske poluge, kratkoročne prodaje i pravljenjem koncentrisane pozicije u hartijama od vrijednosti. Drugim riječima, off shore fondovi daju njihovim menadžerima prednost da u manjoj regulaciji i višoj investicionoj fleksibilnosti ostavaruju investicione ciljeve. Potencijalni investitori bi realizovali, uvijek, svoju naviku da involviraju dodatni rizik gubitka.

Off shore fondovi mogu biti otvoreni ili zatvoreni i mogu biti strukturirani kao obraćanje institucionalnim ili maloprodajnim investitorima. Maloprodajni fondovi pokušavaju izabrati jurisdikciju sa pristupom specifičnim tržištima poput Evropske ekonomske zajednice ili članova Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj. Mnogi domicilni off shore fondovi garantuju povjerljivost i bankarsku tajnost. Oni neće objelodaniti informacije o akcionarima ukoliko ih niko individualno ne autorizuje, regulatorno tijelo ili izuzeće vlade u ekstremnim slučajevima, kao kad se vrši pranje novca ili ostala kriminogena ponašanja. Izbjegavanje poreza u zemlji investitora se ne mora smatrati prekršajem u određenoj jurisdikciji.

Većinom off shore fondova je upravljano iz Velike Britanije ili kontinentalnih Evropskih savjetnika. Menadžment kompanije američkih zajedničkih fondova imaju jedino skorašnji pokušaj involviranja off shore fondova na veliku skalu. Američke velike menadžment kompanije postaju značajni igrači u off shore areni u prethodnih pet godina. Nekoliko glavnih američkih banaka sa značajnim internacionalnim poslovima takode nude

alternative za depozitne račune. Mnogi ostali američki savjetnici, poput menadžera američkih hedžing fondova posjeduju skorašnji izvoz njihovih pojedinačnih menadžement ekspertiza off shore fondova u nadi da će osvojiti nove kanale distribucije u Evropi, Latinskoj Americi, tržištima u razvoju Azije, Afrike i Istočne Evrope.

Broj off shore destinacija raste godišnje (postoje tekuće najmanje 22 jurisdikcije) i nijesu centralizovani u off shore investicioni fond-regulatorno tijelo koje ima evidenciju broja fondova ili imovine u njima. Osim toga, dopiće tajnosti sporazuma ovih fondova, imovinski nije uvijek evidencija neke jurisdikcije. Na kraju 1998 godine Lipper servis je objavio podatke o 5.069 otvorenih fondova sa imovinom od 552 biliona dolara i 308 zatvorenih fondova sa oko 43 biliona dolara imovine.⁶⁹

Tekuća mjerljiva veličina off shore tržišta je umjerena kada se komparira sa veličinom američkog tržišta i ima potencijalno mnogo veći rast u godinama koje dolaze. Na svaka tri domaćinstva u S.A.D.-a jedno je vlasnik zajedničkog fonda dok je proporcija jedan u deset u Velikoj Britaniji i Japanu i jedan u sto ili manje u drugim djelovima svijeta. Ova oskudica tržišnih prodora reprezentuje izvanredan potencijal za rast off shore investicionih sredstava.

⁶⁹ Lipper Analytical Services Internacional Corporation – annual report off 1999. pg. 35.

V Rizik i strategije upravljanja rizikom

5. 1. Rizik i dobitak – interakcijski odnos

U kineskoj filozofiji, “jin i jang” su principi, čije međusobno djelovanje utiče na sudbine svih. Rizik i dobitak su “jin i jang” investiranja. To su dva neodvojiva elementa čitavog procesa. Posmatrati stopu dobiti jedne investicije bez razmišljanja o stepenu rizika, koji je preduzet da bi se ta dobit ostvarila je isto kao da ste razmotrili samo polovinu investitorske jednačine. Ovaj modul je posvećen onoj polovini jednačine koja se bavi rizikom: definiciji, identifikaciji i mjerenju portfolia rizika, kao i metodama kontrolisanja i upravljanja njime. Jedan od problema u poslovanju rizikom je nepostojanje jedinstvene definicije. On predstavlja različite stvari različitim ljudima.

Teoretičar investicija Burton Malkiel⁷⁰ naziva ga najnejasnijim i najizbjegavanijim pojmom. Drugi problem je činjenica da postoji mnogo različitih tipova rizika gdje jedni smanjuju efekte drugih. Za investitorske profesionalce ova pitanja postaju još više komplikovana sa težinom mjerenja granice tolerancije rizika njihovih klijenata. Kao što svaki iskusni investitorski profesionalac zna, neki ljudi mogu sasvim lagodno da žive sa stepenom neizvjesnosti, kojim bi praktično paralizovao druge. U svakom slučaju, uprkos različitosti tehnika mjerenja individualnog tolerancionog limita rizika, opšte priznati metod još uvijek nije pronađen. Na kraju, tolerancioni rizik svakog individualnog investitora mijenja se sa godinama, visinom prinosa, znanjem i iskustvom.

Na svu sreću, mogućnost procjene rizika određene investicije je poboljšana upotrebom kvantitativnih tehnika, prije svega statističkih analiza investicija ograničenog vremena izvođenja. Statističke analize pomažu identifikaciju karakteristika investicije i procjenjuju njihovo izvođenje u odnosu na alternativne investicije. One, takodje, pomažu finansijskim savjetnicima da razumiju odnose izmedju različitih investicija i da spoznaju suštinski značaj pravljenja diverzifikovanih portfolia. U svakom slučaju, važno je napomenuti da je kvantitativna analiza rizika bazirana na rezultatima prethodnog perioda. Zbog performansi iz prošlosti kompanija, tržišta i ekonomije uopšte, nepostojanost investicije i njeno ponašanje u odnosu na druge investicije se stalno mijenja. Zbog toga, prethodno izvođenje investicije ne mora biti indikativno i za budućnost. Portfolio menadžment je u suštini menadžment rizika, koji sa razrađenim portfoliom dobitka postaje funkcionalan po pitanju, kako rizik prevazići i kako se sa njim nositi.

5.2. Rizik – pojmovno određenje

Kad god spomenemo riječ rizik, kod svakog ponaosob se stvara asocijacija ili sjećanje na taj nedokučiv pojam. Shvatanje ovog pojma može biti oblikovano prethodnim iskustvima, skorašnjom pričom u medijima, najnovijim studijama, ili slučajem koji su nam ispričali poznanici ili prijatelji. Upravo ovi, ne baš njerodavni slučajevi često i određuju čovjekova očekivanja u budućnosti.

U euforiji, ponešeni često špekulantno nastrojenim tržištem u smislu potencijalnog rasta kursa (**bull markets**), investitori postaju previše optimistički raspoloženi, u potpunosti potcjenjujući ili ignorišući rizik. Za neke, međutim, samo sjećanje na skori gubitak predstavlja dovoljno jak motiv da punu pažnju posvete upravo riziku. Za razliku od tvz. **bull markets** na tvz. **bear markets** ponašanje investitora je sasvim drugačije, jer oni

ovo tržište ocjenjuju krajnje riskantnim.⁷¹ Dok je dominantno značenje rizika gubitak glavnice ili neizvjesnost povezana sa realizacijom budućih dobitaka, postoje i nekoliko drugačijih pogleda na rizik:

- Nepostojanost cijena ;
- Mogućnost nedostizanja očekivane stope dobiti;
- Nepoklapanje **cashflow**-a (investitorski prihod vs. tekući izdaci);
- Neznanje ili nemogućnost pronalaženja zaštite ili smanjenja efekata koje donosi nepredviđeni događaj;

Ograničen ili iskrivljen pogled na rizik može rezultovati:

- 1) Portfoliom, koji je nedosljedan sa tolerancionom granicom rizika imaoca portfolia;
- 2) Upotrebom radikalnih mjera za smanjivanje rizika, kao npr. smanjenje rizika na nivo Trezorskih zapisa (**Treasure bills** -najsigurnije hartije od vrijednosti), kada to nije potrebno. A portfolio koji ne sadrži dovoljno rizika, vjerovatno neće ispuniti namjere investitora.

5.3. Tipovi rizika

Upravljaajući rizikom, investicioni profesionalac mora prvo da razlikuje tipove rizika pri investiranju. Oni mogu biti podijeljeni u dvije glavne kategorije rizika: *sistemska* i *nesistemska* rizik.

5.3.1. Sistemska (nediverzifikovani) rizik

Sistemska rizik je sastavljen od tipova rizika koji odražavaju široku ekonomsku aktivnost i povezanost tržišta, a koji djeluju na sve tipove investicija u različitim stepenima. Investicije sa visokim stepenom sistemskog rizika imaju tendenciju formiranja veze sa cjelokupnim tržištem. Ovi rizici ne mogu biti eliminisani diverzifikacijom. Sistemska rizici sadrže sljedeće tipove:⁷²

- **Rizik kamatne stope (Interest Rate Risk)** - je povezan sa opštim nivoom kamatne stope. Cijena hartija od vrijednosti sa konstantnim prinosom kreće se obrnuto proporcionalno sa promjenama kamatne stope. Što je duži period dospjeća obveznice ili što je niža cijena kupona hartije od vrijednosti, to je veća nepredvidivost reakcije na promjenu kamatne stope. Rizik kamatne stope može biti smanjen kroz kupovinu kratkoročnih hartija od vrijednosti ili kupovinu obveznica sa višim kuponom.
- **Rizik reinvesticione stope (Reinvestment Rate Risk)** - je povezan sa rizikom kamatne stope. Ako kamatna stopa pada, investitori koji dobijaju kamatu na obveznice su u mogućnosti da ih reinvestiraju jedino po nižoj stopi. Rizik kamatne stope i rizik reinvesticione stope su u izuzetnoj disproporciji. Ako kamatna stopa raste cijena obveznica pada, ali kamatna plaćanja mogu biti reinvestirana po višoj stopi. Zbog toga će investitor imati više ukupnog bogatstva u budućnosti. S druge strane, ako kamatna stopa pada, vrijednost obveznica će rasti, ali kamatna plaćanja će biti reinvestirana samo po nižoj stopi. Posljedica toga je, da će ukupno buduće bogastvo investitora biti manje od očekivanog. Reinvestitorska stopa rizika može biti minimizirana kupovinom obveznica sa manjom cijenom kupona, kupovinom akcija koje odbacuju niže dividende i investicije koje proizvode veće nivoe prinosa kroz kapitalne dobitke.
- **Rizik kupovne moći (Purchasing Power Risk)** - ili kako ga ponekad nazivaju inflacioni rizik je povezan sa padom kupovne moći, uz opšti rast cijena. Investicije sa

⁷¹ Anderson C.S. and Born A. J. : " Closed –end Issues and Answers", pg. 17

⁷² Pozen C. R.: "The Mutual Fund Business",pg. 178

fiksnom stopom dobiti su naročito podložne ovom riziku. Ako cijene dobara i usluga rastu tokom čitavog perioda investiranja, investitor gubi kupovnu moć kada je stopa dobiti manja od stope inflacije. Indeks kupovnih cijena je najčešće korišćena mjera promjena ukupnog nivoa cijena u Sjedinjenim Američkim Državama. Mada su promjene u nivou cijena bile neznatne, od 1987. godine javljaju se periodi kada potrošači imaju problema sa nestabilnošću kupovne moći. Kad inflacija raste, obično rastu i kamatne stope, zato što povjerioci zahtijevaju veće inflacione premije, radi kompenzacije pada kupovne moći. Rizik kupovne moći se najčešće odnosi na portfolio običnih akcija i realnu imovinu, čije vrijednosti teže da održe korak sa stopom inflacije. Međutim, realna imovina ne mora obavezno zadržavati svoju vrijednost konstantnom da bi nadoknadila i ublažila višestruke posljedice inflacije. Kada stopa inflacije raste cijena zlata takode raste. Isto tako, pad inflacione stope usloviće i pad vrijednosti zlata. Ona ne održava svoju cijenu da bi kompenzirala više cijene izazvane inflacijom. Uopšte gledano, realna imovina teži porastu kada su inflacione stope visoke. Obične akcije su dobra odbrana od inflacije u toku perioda kada je inflacija niska.

- **Tržišni rizik (Market Risk)** - na čuvenom Wall Street-u postoji poslovice koja kaže: *"Rastuća plima podiže sve brodove"*. Većina akcija, čak i one koje ostvaruju najveće i najstabilnije prinose, suočavaju se sa padom svojih cijena tokom kriza i slomova na berzama. Akcije osrednjih kompanija izvlače korist iz rastućeg tržišta. Tržišni rizik je uzrokovan investitorskom reakcijom na faktore nezavisne u odnosu na neku neodređenu hartiju od vrijednosti. To je posljedica koju investitor može očekivati od nekog značajnog tržišnog pomaka koji je nastao kao odgovor na neku novu ekonomsku informaciju. Većina akcija su pogođene do nekog nivoa tim pomjeranjem, bilo negativno ili pozitivno, iako nije bilo nikakvih informacija o određenoj akciji, na koju su ta pomjeranja uticala. Tržišni rizik se može ublažiti investiranjem na internacionalna tržišta i uključivanjem realne imovine u portfolio.
- **Kursni rizik (Exchange Rate Risk)** – je vrsta rizika koja predstavlja neizvjesnost uslovljenu promjenom vrijednosti dolara u odnosu na strane valute. Ako američki investitori kupe hartije od vrijednosti, koje glase (nominovane su) na stranu valutu, tada će se suočiti sa dodatnom neizvjesnošću ostvarenja povraćaja, kada se te hartije od vrijednosti prodaju i prihod se ponovo pretvori u dolare. Ukoliko je prodaja izvršena poslije povećanja dolara u odnosu na stranu valutu, povraćaj američkog investitora, ostvaren u dolarima, je niži. Ako je dolar oslabio u odnosu na stranu valutu, pošto su hartije od vrijednosti kupljene povraćaj investitora je veći, zato što je pri prodaji dobijeno više dolara. Američki investitori mogu smanjiti stopu ovog rizika korišćenjem sigurnih tehnika, kao što je prodaja strane valute na tržištu fjučersa ili kupovinom opcija stranim valutama.
- **Politički rizik (Political Risk)** – je rizik prouzrokovan mogućim nepovoljnim dešavanjima unutar zemlje. Što je nestabilnija politička, ekonomska i socijalna struktura, to je rizik veći. Rizik može biti manifestovan kroz eksproprijaciju, promjenu zakona, pad vlade, rat, korupciju, pobune... Danas su najstabilnija zemlja za ulaganje Sjedinjene Američke Države. Kad god postoje nestabilnosti u svijetu, kapitalna sredstva ulaze u S.A.D.-e., kao najsigurnije sklonište. Politički rizik se može smanjiti izbjegavanjem investiranja u zemlje sa nestabilnim političkim stanjem ili sa izraženim problemima likvidnosti, što onemogućuje brzo povlačenje sredstava ukoliko do nestabilnosti dođe.

5.3.2. Nesistemi (Diverzifikovani) rizik

Pod ovim pojmom podrazumijevaju se faktori rizika koji su jedinstveni za određene hartije od vrijednosti ili njihovog emitenta. Investicije sa visokim stepenom ovog rizika, imaju promjene nezavisne u odnosu na tržišna pomjeranja. Ovaj rizik može se eliminisati diverzifikacijom. Osnovni tipovi ovog rizika su:

- **Poslovni rizik (Business Risk)** ⁷³ – je povezan sa neizvjesnošću koja je vezana za određenu kompaniju ili industrijsku granu u kojoj se nalazi kompanija. On se odnosi, prije svega, na neizvjesnost prihoda kompanije kao i njene sposobnosti da isplati dividende ili kamate svojim investitorima. Poslovni rizik se smanjuje investiranjem u jake kompanije unutar stabilnih industrijskih grana i u različite tipove nepovezanih kompanija koje teže da kompenziraju varijabilnost jedna drugoj.
- **Finansijski rizik (Financial Risk)** - U okviru različitih mogućnosti finansiranja neke kompanije se koriste sopstvenim sredstvima (akcije) ili upotrebom pozajmljenog novca (dugovanje). Najčešći slučaj predstavlja kombinacija navedenih načina finansiranja. Ovaj rizik je uslovljen odnosom dugova i sopstvenih sredstava, koja se koriste za finansiranje određene kompanije. Ukoliko ne postoji dug, nema ni finansijskog rizika. Što je veće dugovanje u odnosu na sopstvena sredstva, veći je i finansijski rizik. Povećanje ovog rizika je prouzrokovano finansiranjem putem zaduživanja, koje pretpostavlja zakonsku obavezu plaćanja redovne kamate, uz povraćaj glavnice. Sve ove obaveze predstavljaju "prepreku" kompanijama koje one moraju "preskočiti", ako žele ostati u poslu. Ako se ta prepreka stalno podiže, kao posljedica povećanja dužničkog finansiranja, investiranje u takvu kompaniju postaje riskantno. Dodatni rizik predstavlja prioritet isplate kamata i dugovanja u odnosu na dividende akcionara, vlasnika kompanije. Ovaj rizik se umanjuje investiranjem u firme koje se koriste sopstvenim izvorima ili imaju predvidiv i redovan cash-flow, što im omogućuje redovnu isplatu obaveza.
- **Rizik neizvršenja obaveze (Default Risk)** – je blisko povezan sa finansijskim stanjem kompanije-emitenta. Što je gore finansijsko stanje, veća je šansa da firma ne ispuni svoje obaveze, uključujući i obaveze prema investitorima. Ovaj rizik se obično odnosi na obveznice kompanije, a uključuje i komercijalne zapise. Nemogućnost izmirenja obaveza dovodi do prinudnog bankrotstva, čiji proces pokreću kreditori-zajmodavci. Rizik neizvršenja obaveza se smanjuje ili eliminiše investiranjem u visokokotirane kompanije ili u hartije od vrijednosti američke Vlade, koje su oslobođene ovog rizika, sve dok se država može služiti sredstvima poput povećanja poreza ili emisije novca, radi izmirenja svojih obaveza.
- **Kreditni rizik (Credit Risk)** – je vrsta rizika povezana sa prethodno navedenim rizikom neizvršenja obaveza. Stepenn rizika neizvršenja obaveza se odražava na kreditni rejting (bonitet) kompanije, čiji nivo određuju firme za procjenu kreditnog boniteta kompanijama koje pristaju na procjenu svojih rezultata. Nepredviđenost smanjenjem kreditnog boniteta učiniće da tržišna cijena duga kompanije značajno opadne. Cijena ukupne obaveze kompanije, najčešće je pod uticajem promjene premije za rizik, koju traže investitori. Jedan od aspekata ovog rizika na koji treba obratiti pažnju je mjera u kojoj je pojedinačna emisija u portfoliju (npr. obveznice) osigurana u istoj osiguravajućoj firmi ili kreditnom pismu. Kreditni rizik se do izvjesne mjere može smanjiti izbjegavanjem ulaganja u kompanije sa slabim finansijskim stanjem ili nedavnim nestabilnostima (padovima) cijena akcija.

- **Rizik likvidnosti (Liquidity Risk)** - "Likvidnost" je termin koji označava sposobnost da se hartije od vrijednosti ili neki drugi vid imovine pretvori gotov novac uz minimalan gubitak kapitala. On je uslovljen vremenom koje je potrebno da se investicija proda uz minimalni kapitalni gubitak. Svaka investicija je likvidna ako je investitor voljan da podnese gubitak njenog transfera. Likvidnost i tržišnost se često koriste kao sinonimi. Običje podrazumijevaju da će se prodati neka investicija po sadašnjoj tržišnoj cijeni ili po cijeni po kojoj je obavljena posljednja transakcija. Akcije koje se kotiraju na vanberzi su izuzetno likvidne, jer ona predstavlja izuzetno aktivnu berzu na kojoj se nalaze puno prodavaca i kupaca, te se svaka akcija sa listinga može prodati po istoj ili približnoj cijeni po kojoj je izvršena poslednja transakcija. Sa druge strane, poslovna zgrada je jako nelikvidna, njen rizik likvidnosti je jako veliki jer postoji neizvjesnost tajminga njene prodaje iako joj recimo trenutne poreske olakšice pogoduju. Ako je tržište razvijenije, aktivnije, ako je broj transakcija veći to je i visina ovog rizika manja. To važi kako za akcije tako i za realnu imovinu i kolekcije (auta, avioni, markice, slike ...). Riječi "likvidan", "nelikvidan", često se čuju u svijetu finansija, ali najčešće bez prave kvalifikacije. Tako mora se voditi računa da li se pod ovim pojmom podrazumjeva sigurnost glavnice, dostupnost sopstvenom kapitalu, minimalni kapitalni gubitak pri pretvaranju investicije u gotovinu ili male cjenovne provizije. Da bi se ovaj rizik smanjio treba kupovati akcije i obveznice jakih kompanija, kojim se trguje na velikim i aktivnim berzama. Treba izbjegavati investiranje u realnu imovinu ili kolekcije (markice, slike). Međutim, i velika tržišta su podložna ovom riziku kadgod ima više prodavaca nego kupaca.
- **Rizik poziva (Call Risk)** – omogućava da se dužnička hartija od vrijednosti otkupi prije roka dospijeca od strane svog emitenta. Ova opcija je karakteristična za gotovo sve emisije obveznica, koje omogućavaju emitentu da otkupe svoje izdate obveznice, najčešće sa velikim iznosom kupona, kao i da emituju novu seriju sa nižim kamatnim kuponom. Ovaj rizik se povećava sa padom kamatne stope. Kada investitori prime glavicu od otkupljenih obveznica, oni onda mogu reinvestirati samo po nižoj stopi. Call dates (datum kada emitent može otkupiti hartije od vrijednosti po predodređenoj cijeni pri čemu je call date određen od emitenta u vrijeme izdavanja hartije od vrijednosti) određuju prvi i sljedeće rokove kada obveznice mogu biti otkupljene, kao i iznos call premium-a (razlika između glavnice i cijene po kojoj će hartija biti otkupljena od izdavaoca), koji će biti isplaćen iskorištenjem call klauzule. Ovaj rizik se može smanjiti kupovinom obveznica sa popustom ili sa onima koji imaju daleki datum sljedećeg termina poziva ili kupovinom vladinih mjenica ili obveznica koje ne sadrže klauzulu call date-a.
- **Rizik događaja (Event Risk)** – je rizik koji predstavlja mogućnost da će kompanija biti pogođena nepredviđenim i štetnim događajem, koji se nalazi van kontrole kompanije. Javlja se u obliku promjene poreske politike, promjene u strukturi kapitala kompanije, prouzrokovan fuzijom ili otkupom kompanije, negativnom medijskom kampanjom prema nekim njenim proizvodima, itd. Najsigurnija zaštita od ovog rizika je dobro diverzifikovan portfolio.
- **Rizik prethodnog plaćanja i rizik proširenja (Prepayment Risk And Extension Risk)** - ovaj rizik se prije svega odnosi na hipotekarno-povratne hartije od vrijednosti. Rizik prethodnog plaćanja predpostavlja mogućnost da će kućevlasnici platiti unaprijed (refinansirati) svoje hipoteke, kada kamatna stopa opada, što ih čini riskantnim za reinvestiranje. Rizik proširenja nastaje usporavanjem očekivanih prijevremenih plaćanja, kada kamatna stopa raste, što utiče na kašnjenje (odlaganje) svih prethodno očekivanih glavnica i smanjenje stopa povraćaja. Hipotekarno-povratne hartije od

glavnicom, teže da preuveličaju rizik hipotekarno-povratnih hartije od vrijednosti. Oba rizika se mogu smanjiti kroz diverzifikaciju i limitiranje izlaganja ovim finansijskim derivatima. Rizik unaprijednog plaćanja može se smanjiti posjedovanjem hipotekarno-povratnih hartije od vrijednosti sa niskom kuponskom stopom, pošto će sadržavati hipoteke sa nižom kamatnom stopom, za koje je manje vjerovatno da će biti refinansirane.

5.4. Statistička mjera rizika

Publikacijom predavanja o selekciji investicija u portfoliu iz 1952 godine, Harry Markowitz je predstavio prvi empirijski metod za identifikaciju i mjerenje rizika, koji zajedno sa drugim koncepcijama iz ove oblasti postaje poznat kao moderna portfolio teorija. Ovaj teorijski okvir predstavlja kvantitativni pristup prema vezama, koje postoje između investicija.⁷⁴ On koristi statističke analize prošlih investicionih povraćaja, da bi kvantifikovao njihovo ponašanje. Neke statističke formule, koje se oslanjaju jedna na drugu, ispituju različite djelove i aspekte investicionih podataka, što doprinosi potpunijem razumijevanju rizika. Zajedno te formule omogućavaju bolji uvid u sadašnje ponašanje cijena hartije od vrijednosti, na osnovu kojih se procjenjuje njihovo buduće kretanje.

5.4.1. Rang

Većina naučnih doprinosa razumijevanju investitorskog rizika odnosi se na razumijevanje pojma **nesigurnosti povraćaja** (uncertainty of return). Rizik se ne odnosi samo na gubitak glavnice, već i na nesigurnost povraćaja. Služeći se podacima sa tržišta iz prošlosti, naučnici su ograničili pojam nesigurnosti povraćaja na određeni broj korisnih veličina. Jedna od najlakših metoda mjerenja varijacije povraćaja predstavlja izračunavanje ranga (razmaka). Rang je razlika između najviše i najniže vrijednosti obilježja, u ovom slučaju povraćaja. Rang je lako izračunati, tumačiti i izraziti.

Uprkos svojoj jednostavnosti, raspon je kao mjera rizika nepotpun. Ako bi jedina dostupna informacija bila npr. da je rang povraćaja akcije 19 moglo bi se zaključiti da se radi o akciji visokog rizika. Međutim, posmatrajući neke date podatke, može se zaključiti da je čak 4 od ukupno 5 povraćaja bilo pozitivno. Dok je ovoliko velika stopa povraćaja moguća, ipak nije tako česta kao pozitivna stopa povraćaja navedene u ovom primjeru.

5.4.2. Aritmetička sredina

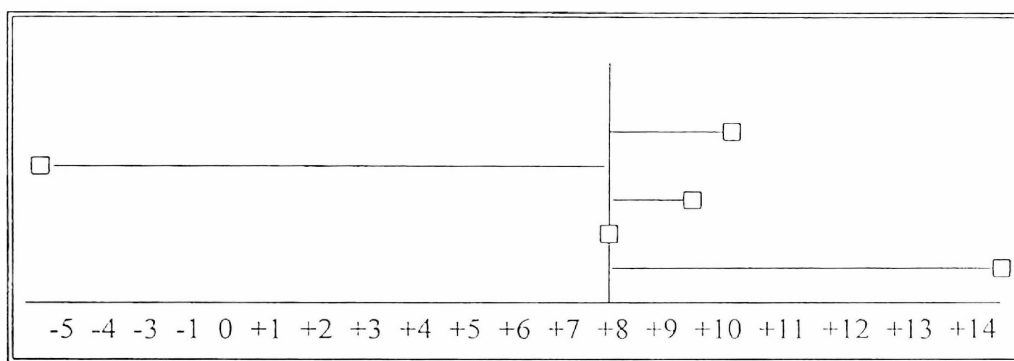
Mjera koja je danas jako rasprostranjena u različitim naučnim oblastima predstavlja aritmetičku sredinu. Ona se još naziva i prosjek i obilježava se $\bar{x}$. Aritmetička sredina predstavlja sumu povraćaja podijeljenu sa njihovim brojem, koja izjednačava povraćaje. Formula za aritmetičku sredinu je: $\bar{x} = \frac{\sum x}{n}$.

Sredina omogućava formiranje neke centralne veličine i omogućuje određenje varijacija podataka u odnosu na tu centralnu veličinu. Aritmetička sredina za S-akciju iz našeg primjera je: $\bar{S} = [10 + (-5) + 9 + 7 + 14] / 5 = 7\%$. Aritmetička sredina za MK tržište je: $\bar{MK} = [12 + 6 + 11 + (-4) + 10] / 5 = 7\%$. Iako su stope povraćaja, kao i njihov razmak varijacije, u oba slučaja različiti, prosječna stopa povraćaja je ista u oba slučaja. Aritmetička sredina, isto kao i raspon, ne može dati pravu sliku o obilježju stopa povraćaja.

naročito ako postoji velika disperzija unutar stopa. Ako postoje velike varijacije u priloženim podacima, $\bar{x}$ neće biti naročito dobar pokazatelj "prirode" datih podataka. Primjer: prosječna starost studenta prve godine nekog koledža je 20 godina i taj prosjek je približna starost bilo kog studenta u odeljenju prve godine. Sa druge strane, reći da je prosječna starost odrasle osobe koja pohađa večernju školu 35 godina nije baš najreprezentativnija, s obzirom da u tom razredu postoje osobe koje su starije i mlađe od 35 godina. Što je individualna vrijednost obilježja bliža prosjeku, to je vjerodostojnija preciznost tog prosjeka kao reprezenta obilježja stopa povraćaja. To aritmetičkoj sredini omogućuje da bude dobar indikator budućih kretanja stopa povraćaja.

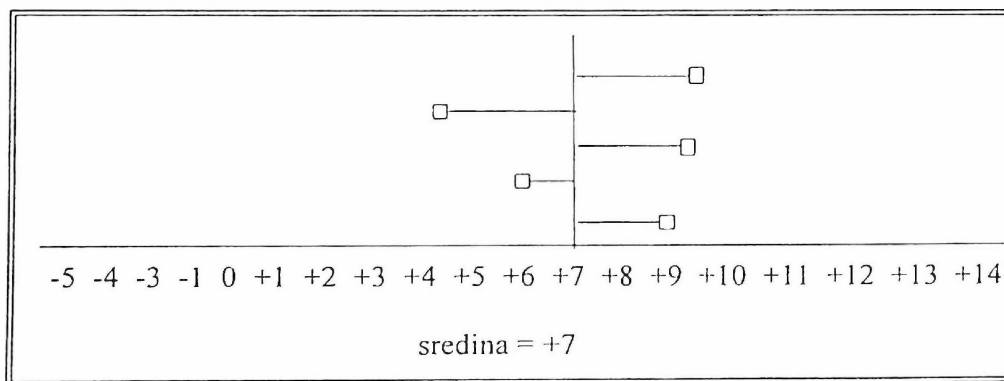
5.4.3. Standardna devijacija

Slika 5.1. prikazuje disperziju vrijednosti povraćaja oko prosjeka koji iznosi 7%.



SI.5.1. Disperzija povraćaja akcija oko aritmetičke sredine

Sada uporedimo sliku 5.1. sa slikom 5.2. na kojoj su prikazani povraćaji druge akcije. Aritmetička sredina ove akcije je takođe 7%, ali su pojedinačne vrijednosti povraćaja mnogo bliže sredini. Disperzija postoji, ali je mnogo manja.



SI.5.2. Disperzija oko stabilizatora

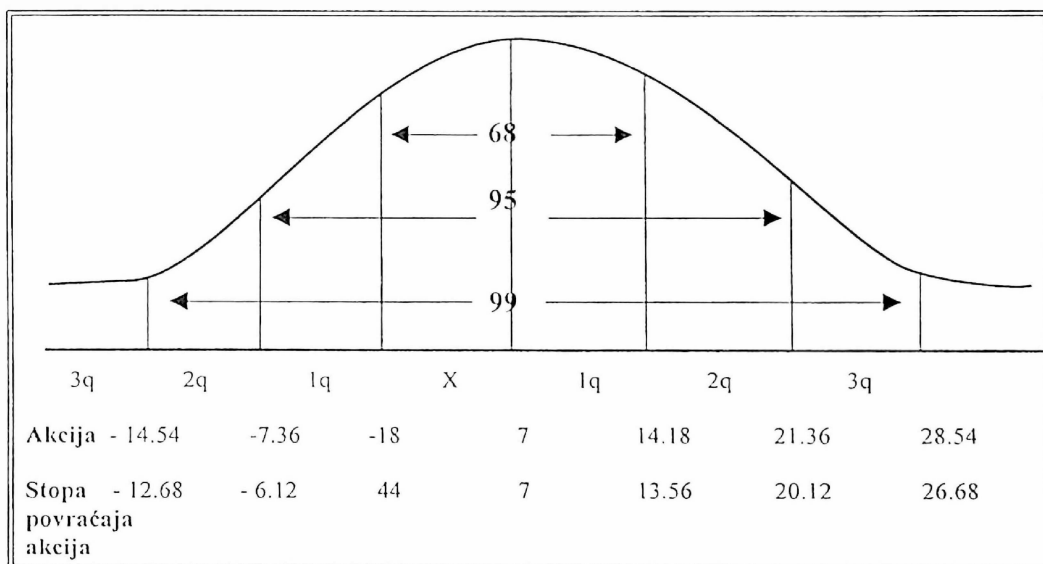
Što je veća disperzija povraćaja, to je rizičnije investirati. Standardna devijacija označena sa σ predstavlja standardizovanu mjeru prosječnog odstupanja pojedinih

vrijednosti obilježja (povraćaja) oko njihove prosječne vrijednosti.⁷⁵ Tako standardna devijacija postaje koristan pokazatelj investitorskog rizika, pošto izračunava, kako vjerovatnoću, tako i iznos mogućeg gubitka baziranog na vrijednosnim obilježjima (povraćajima).

Formula za standardnu devijaciju je:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(x-\bar{x})^2}{n-1}}$$

Treba znati da izračunavanje standardne devijacije nije dovoljno. Neophodno je znati kako je tumačiti. Statističari su pronašli da će 68% mogućih povraćaja biti raspoređeno u rasponu od jedne standardne devijacije sa obje strane aritmetičke sredine. Oko 95% nalaziće se u rasponu dvije standardne devijacije, a oko 99% u intervalu 3 standardne devijacije. Poznajući ovu činjenicu očekivanje povraćaja biće određenije. Slika 5.1. pokazuje kako. Vrijednost jedne standardne devijacije prvo je dodata, a zatim oduzeta od prosjeka da bi se odredio interval unutar koga se može očekivati povraćaj. Na nivou jedne standardne devijacije, kao što smo već naveli, vjerovatnoća iznosi 68%, na nivou dvije 95%, a na nivou tri 99%.



Sl.5.3 Standardna devijacija akcija i tržišta

Na osnovu slike 5.3. o akciji S se može zaključiti sljedeće. Sa sigurnošću od 68% možemo tvrditi da će povraćaj biti u rasponu od -0,18% do 14,18%. Sa sigurnošću od 95% možemo tvrditi da će se vrijednosti povraćaja kretati u raponu od -7,36% do 21,36%. Sa sigurnošću od 99% može se zaključiti da će se stopa povraćaja nalaziti u intervalu od -

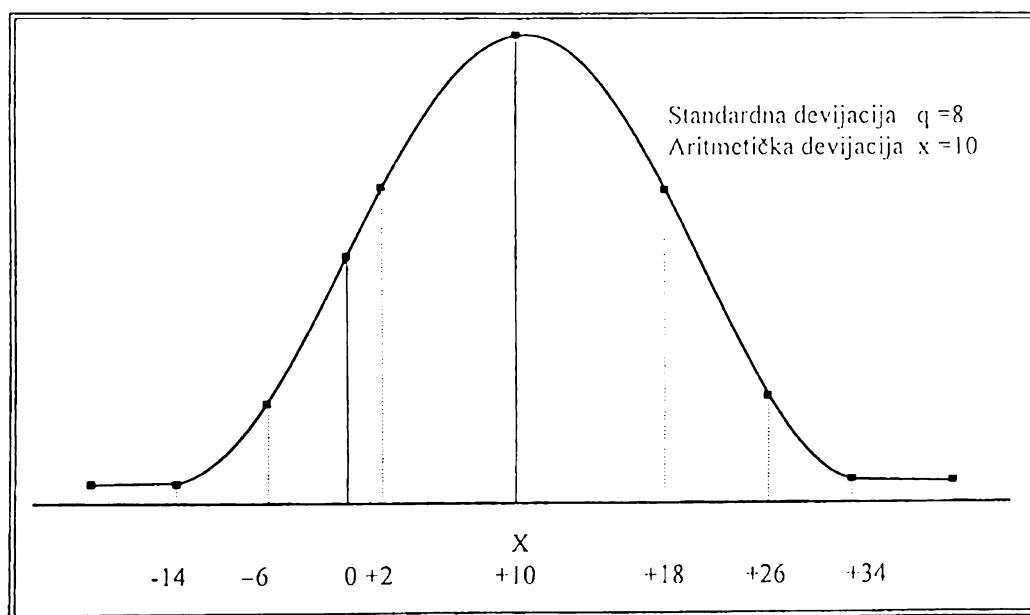
⁷⁵ The Individual Investors Guide to Low-Load Mutual Funds – The American Association of Individual Investors, pg. 21

14,54% do 28,54%. Sa druge strane, sa sigurnošću od 32%, 5%, ili 1% može se tvrditi da se stopa povraćaja može naći izvan ovih intervala.

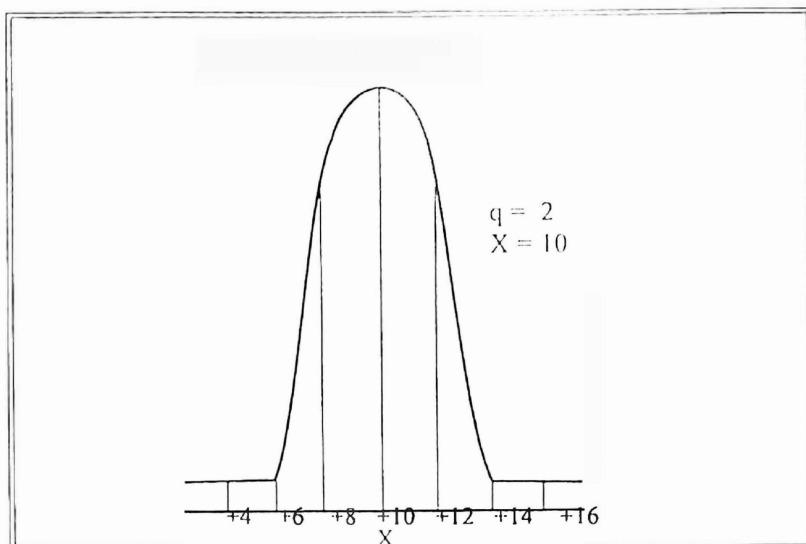
Sljedeće što može biti rečeno o stopi povraćaja tržišta (Mk): Sa sigurnošću od 68% može se očekivati da će se povraćaj nalaziti između 0,44% i 13,56%. Sa sigurnošću od 95% možemo očekivati da će se stopa povraćaja nalaziti u intervalu od -6,12% do 20,12%. Sa vjerovatnoćom od 99% možemo tvrditi da će povraćaji biti u rasponu od -12,68% do 26,68%.

Što je manja standardna devijacija to je aritmetička sredina datih podataka reprezentativnija i predstavlja dobru indicaciju budućeg ponašanja cijena akcije. Postoji veća vjerovatnoća ostvarenja prosječnog profita, a rizik investiranja je manji.

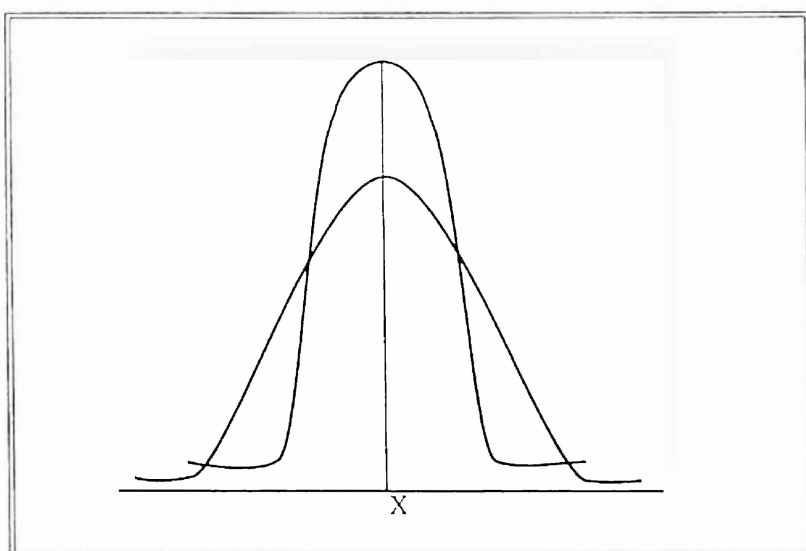
Slike od 5.4. do 5.6. pokazuju vezu između standardne devijacije povraćaja i odgovarajućeg nivoa rizika za 2 investicije: posebnu akciju i diverzifikovani portfolio zajedničkog fonda. Obije investicije imaju povraćaj od 10%. Slika 5.4. prikazuje standardnu devijaciju jedne akcije koja iznosi 8%. Sa vjerovatnoćom od 95% možemo tvrditi da će se budući povraćaji kretati između -6% do 26%. Slika 5.5. koja se odnosi na diverzifikovani portfolio, zbog karaktera diverzifikacije ima mnogo manju standardnu devijaciju. Primjetimo kako su sadašnji povraćaji mnogo zbijenije raspoređeni oko aritmetičke sredine (10%). Pošto je njena standardna devijacija 2% sa sigurnošću od 95% možemo pretpostaviti da će se budući povraćaji kretati između 6% i 14%. Ova veća vjerovatnoća koja počiva na sadašnjim povraćajima, predstavlja prednost investiranja u diverzifikovani portfolio npr. u zajedničke fondove. Slika 5.6. predstavlja zajednički prikaz prethodne dvije funkcije rasporeda povraćaja. Dok obije investicije imaju jednaki očekivani prosječni povraćaj od 10%, mogućnost ostvarenja tog povraćaja kod jedne akcije je mnogo manja nego kod diverzifikovanog portfolia.



Sl.5.4 Standardna devijacija za jedinstvenu akciju



Sl.5.5. Standardna devijacija za zajedničke fondove



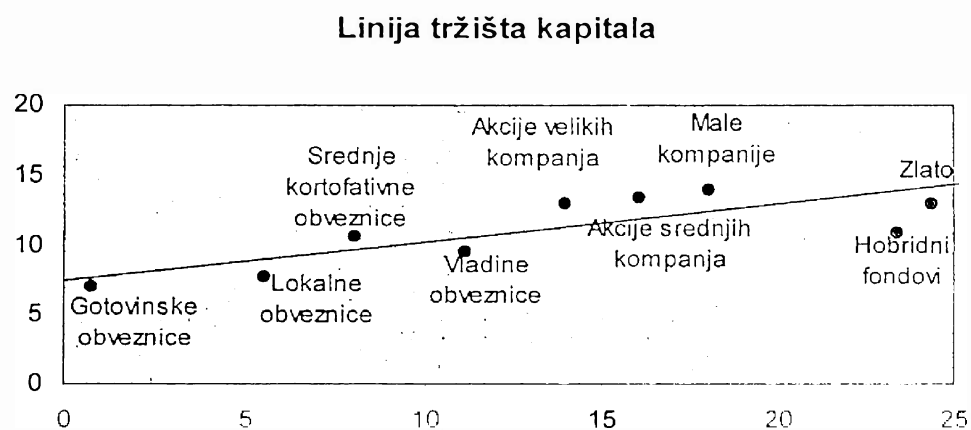
Sl.5.6. Zajednički prikaz

5.5. Rizik i povraćaj za različite vrste aktive

Svaki tip aktive ima posebne osobine rizika i povraćaja. Investicioni eksperti predstavili su ove uobičajene karakteristike pomoću linije tržišta kapitala (**capital market line**). Linija tržišta kapitala (slika 5.7.) predstavlja odnos rizika / povraćaja za različite tipove rizičnih investicija u odnosu na bezrizičnu stopa povraćaja. Ona pokazuje da je

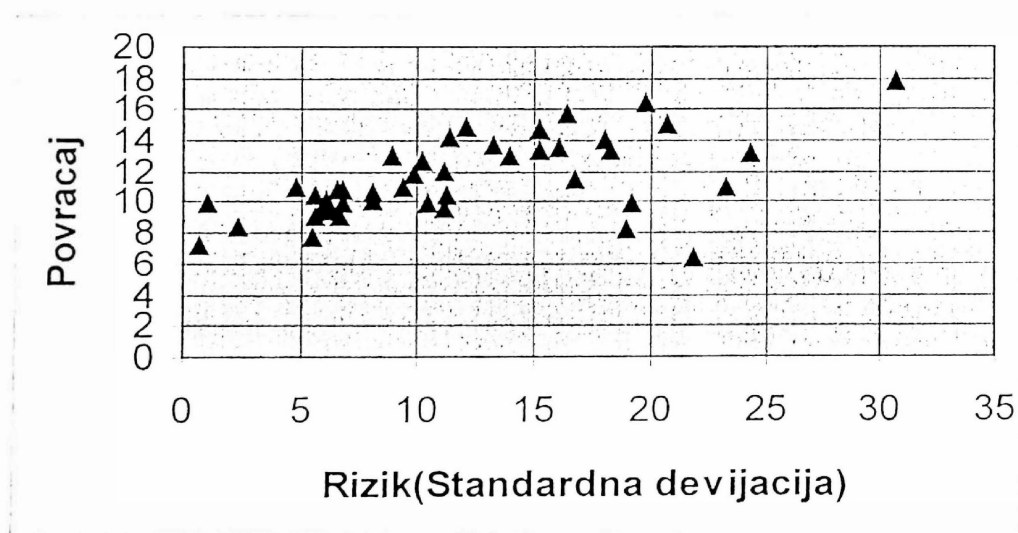
očekivani povraćaj na jednu investiciju zavisi od bezrizičnih stopa povraćaja uvećan premijom za rizik.⁷⁶

Sadržaj slika 5.7. ukazuje na postojanje uskladenosti između očekivane stope povraćaja i datog nivoa rizika. Kosa linija predstavlja zavisnost visine profita i povraćaja, gdje povećanje rizika omogućuje povećanje povraćaja.



Sl. 5.7. Linija tržišta kapitala

Podaci o odnosu rizika i povraćaja datih na slici 5.8. prikazanih ispod, daju jasnu predstavu linije tržišta kapitala, koja je ranije opisana.



Sl.5.8. Rizik standardna devijacija

⁷⁶ Vidjeti više Dorf C. R.: "The New Mutual Fund Investment Advisor", pg.81-83

U velikom dijelu veći rizik prati veće profite. Investicioni profesionalci, takode, treba da obrate pažnju na one vrste investicija koje pripadaju grupi "vanlinijskih", tj. onih koje ostvaruju veće profite u odnosu na očekivane obzirom na visinu preduzetog rizika ili one koje navedu klijente na rizik bez zadovoljavajuće nagrade za njegovo preduzimanje.

5.5.1. Koeficijent varijacije

Koeficijent varijacije predstavlja jednu od mjera rizika, koja uspostavlja odnos između veličine standardne devijacije i aritmetičke sredine. Što je veća standardna devijacija u odnosu na aritmetičku sredinu povraćaja, veličina aritmetičke sredine je manje reprezentativna u određenju prave prirode vrijednosti obilježja-povraćaja. Koeficijent varijacije predstavlja kvantificirani stepen pouzdanosti. Njegovo izračunavanje je jednostavno, standardna devijacija podijeljena sa aritmetičkom sredinom.

$$\text{Koeficijent varijanse} = \frac{\sigma}{\bar{x}} \quad \text{ili} \quad v = \frac{\sigma}{\bar{x}} * 100.$$

Za akciju S koeficijent varijacije je 1,03, dok je za tržište Mk koeficijent varijacije 0,94. Ali šta znače ovi brojevi? Koeficijent od 0,94 znači da je standardna devijacija 94% aritmetičke sredine. To znači da je varijabilitet oko aritmetičke sredine približno jednak samoj aritmetičkoj sredini. Postoji izražen varijabilitet pa je aritmetička sredina manje reprezentativna. Koeficijent omogućuje investitorima da uporede relativnu rizičnost između alternativnih investicija poređenjem njihovog koeficijenta varijacije. Što je manja standardna devijacija, biće i niži koeficijent varijacije, a niži će biti i rizik u odnosu na datu stopu povraćaja. Koeficijent od 0,3 ili 0,4 predstavlja minimum za procjenu relativnog rizika.

5.5.2. Rizik i investicije sa fiksnim prinosom

Statističke tehnike koje smo dosad obradili mogu se primijeniti u analizi različitih tipova investicija. Najčešći faktor koji utiče na stepen rizika kod obveznica predstavlja dužina roka dospjeća. Što je duži period do roka dospjeća, to će biti neizvjesnije ostvarenje fiksnog prinosa hartije od vrijednosti. Ova karakteristika nastaje usljed promjenljive vremenske vrijednosti novca, koja sve više utiče na kuponske isplate što je rok dospjeća duži. Što je dan dospjeća duži, tržišna cijena je podložnija kolebanjima usljed promjene kamatne stope. Isto tako, kratkoročne obveznice gotovo da ne reaguju na promjene kamatne stope, zato što promjena vrijednosti novca na njima ima minoran uticaj. Njihov cash flow javlja se mnogo ranije, te otvara mogućnost reinvestiranja sredstava po višoj stopi (usljed rasta kamatne stope). To je prikazano u tabeli 5.1., gdje se pretpostavlja različiti rok dospjeća, inače istih obveznica, kada kamatna stopa poraste sa 8% na 9%. Obveznica sa rokom dospjeća od 20 godina izgubila je 92,01 dolara kao reakcija na jednogprocentno povećanje kamatne stope, dok je obveznica sa rokom dospjeća od 5 godina izgubila 39,56 dolara.

Drugi faktor koji utiče na veličinu rizika obveznica je kupon kamatnih stopa. Što je kuponska stopa niža to je veća nesigurnost ostvarenja fiksnog prinosa. Ova činjenica je, takode, uslovljena promjenljivošću novčane vrijednosti u toku vremena. Zato niži kamatni kupon, čini da prihod koji se ostvaruje danom dospjeća predstavlja najveći dio cash flow-a. Obveznice sa visokim kamatnim kuponom jako malo reaguje na promjene u kamatnoj stopi, zato što je vrijednost koja se prima po dospjeću čini manji dio cash flow-a, jer je glavni dio isplaćen ranije kroz visoke kamatne kupone.

	Obveznica A	Obveznica B
Vrijednost	\$ 1.00	\$ 1.00
Kuponska stopa (plativa polugodišnje)	8%	8%
Diskontna stopa (tržišna stopa)	9%	9%
Dospijeće	5 godina	20 godina
	1,000	1,000
Buduća vrijednost (FV)	40	40
Polugodišnje plaćanje (PMT)	4.5	4.5
Kamatna stopa (i) (9% - 2)	10	40
Broj perioda (n)	\$ 960.44	\$ 907.99
Sadašnja vrijednost (PV)		

Tabela 5.1. Efekti promjene kamatne stope različitih rokova dospelja⁷⁷

Kombinacija djelovanja efekata na obveznicu, dugi rok do dana dospelja i nizak kupon multipliciraće se kroz povećanje neizvjesnosti obveznice. Kao najekskluzivniji, navodimo primjer obveznice sa rokom dospelja od 30 godina, sa nulim kamatnim kuponom. Investitor koji svoju strategiju bazira na očekivanoj promjeni kamatne stope, najveći rezultat (nabolje ili najgore) ostvariće kupovinom ovih obveznica. To je pokazano na tabeli 5.2. koja pretpostavlja različite kupone, inače istih obveznica, kada kamatna stopa poraste sa 8% na 9%.

	Obveznica A	Obveznica B
Vrijednost	\$ 1,00	\$ 1,00
Kuponska stopa (plativa polugodišnje)	0%	8%
Diskontna stopa (tržišna stopa)	9%	9%
Dospijeće	30 godina	30 godina
	1,000	1,000
Buduća vrijednost (FV)	0	40
Polugodišnje plaćanje (PMT)	4.5	4.5
Kamatna stopa (i) (9% - 2)	10	40
Broj perioda (n)	60	60
Sadašnja vrijednost (PV)	% 95.06	%1,000.00
Prethodna sadašnja vrijednost	% 71.26	% 896.81
Nova sadašnja vrijednost	25.0%	10.3%
Promjena sadašnje vrijednosti (%)		

Tabela 5.2. Efekti promjene kamatnih stopa različitih kuponskih stopa

Obveznica sa nulim kuponom izgubila je oko 25% svoje vrijednosti kao odgovor na porast kamatne stope, dok je obveznica sa višim kuponom izgubila oko 10% svoje

⁷⁷ Vidjeti više u Mutual Fund Counselor Profesional Education Program, modul 4.

vrijednosti. Da bi efekat kamatne stope prikazali još kompleksnijim, ukazaćemo na još jednu karakteristiku kamatne stope, koja je povezana sa gore objašnjenim. Dok porast kamatne stope dovodi do pada vrijednosti obveznica, investitor neće ostvariti gubitak, osim ako ne proda obveznice, čak šta više, oni mogu kamatne kupone reinvestirati po većim kamatnim stopama, tako da krajnji prihod bude viši od uložених sredstava. Sa druge strane, ako kamatna stopa opadne, investitor će ostvariti dobitak samo ako uspije prodati obveznice. U međuvremenu, kamatni kuponi mogu biti reinvestirani samo po nižoj kamatnoj stopi, osim ako investitor nije voljan da poveća rizik svog obvezničkog položaja (pozicija - raspored hartije od vrijednosti u portfoliju). Za investitora koji reinvestira svoje periodične kamatne iznose, najgore što može da mu se desi je pad kamatne stope. Ako investitor troši svoje kamatne prihode, on, takode, neće ostvariti nikakvu korist od pada kamatne stope. Jedino se kapitalna dobit može ostvariti prodajom obveznica. Čak i tada, ostvarena dobit se mora reinvestirati po nižoj stopi.

Trajanje (Duration) - predstavlja vremenski ponderisanu sadašnju vrijednost kamate i glavnice u odnosu na tržišnu vrijednost obveznice. Trajanje se ne smije miješati sa rokom dospeljeća, iako su ta dva pojma jako povezana. Kao mjera rizika ono ukazuje na osjetljivost obveznica ili portfolija obveznica na promjenu kamatne stope. Ona ukazuje na osjetljivost portfolija, čak i kada se u njemu nalaze obveznice različitih rokova dospeljeća i kamatnih kupona. Što je veće trajanje, to je veća i potencijalna neizvjesnost. Dok promjene u kamatnoj stopi uzrokuju različite posljedice kod vrijednosti obveznica i reinvestitorskih stopa, trajanje (duration) određuje vremenski period kada se ostvaruje optimalan trade-off (uzajamna veza) između ova dva rizika, i predstavlja dobar pokazatelj obvezničkog rizika zato što u obzir uzima kamatni kupon, rok dospeljeća i stopu reinvestiranja.

Dvije praktične primjene trajanja :

1. Trajanje se može primijeniti za određivanje osjetljivosti obveznica na kamatnu stopu. Trajanje pomnoženo sa očekivanom promjenom kamatne stope je jednako približnoj promjeni vrijednosti obveznice ili portfolia.

$\text{Duration (Dur)} * \text{Očekivana promjena kamatne stope } (\Delta i) = \text{Približna promjena (+ ili -) vrijednosti obveznice ili portfolia.}$

$\Delta \text{ Vrijednosti} = \text{Duration} * \Delta i.$

2. Razvoj obvezničkog portfolia sa trajanjem jednakim u odnosu na klijentov vremenski horizont će imunizovati portfolio od recipročnih posljedica promjena kamatne stope.

Imunizacija (immunization) predstavlja proces pomoću koga se portfolio sa fiksiranim prinosom stvara na takav način da posjeduje stabilan ukupan povraćaj za određeni vremenski horizont (time horizon), bez obzira na promjene u kamatnoj stopi. Zato, da bi se ovo ostvarilo neophodno je da vrijednost obveznica bude veća od sadašnje vrijednosti klijentovih budućih ciljeva ili obaveza. Trajanje (duration) obveznice ili portfolia obveznica može biti pod uticajem jedne ili više varijabli. Kraće trajanje (duration) se može obezbijediti kupovinom obveznica sa:

- Višim kamatnim kuponom;
- Kraćim rokom dospeljeća;
- Postojanjem klauzula o opozivu zajma i provizija o otplatnom fondu.

Kod hipotekarno-povratnih obveznica i drugih investicija sa klauzulom o opozivu zajma, efektivno trajanje je manje pouzdano, naročito kad se kamatne stope brzo mijenjaju.

Trajanje predstavlja precizan indikator za stepen neizvjesnosti pri malim promjenama kamatne stope. Međutim, sa povećanjem promjena kamatne stope, doći će do sve većeg raskoraka između očekivane promjene vrijednosti obveznice, izračunate pomoću trajanja (duration-a) i stvarne promjene. Preciznost trajanja se smanjuje pri većim

promjenama kamatne stope, zato što je trajanje linearna približna vrijednost promjena, dok promjene cijena imaju konveksnu putanju.

Konveksnost određuje koliko cijena-povraćaj kriva obveznice odstupa od linearne približne vrijednosti, izračunate trajanjem. Zato ukupan iznos cjenovne promjene obveznice, nastao promjenom kamatne stope, predstavlja zbir trajanja i efekta konveksnosti, koji može biti pozitivan i negativan. Pozitivna konveksnost: kada kamatna stopa pada (raste) cijene obveznica se povećavaju (smanjuju) do nekog nivoa povećane (smanjene) stope (primjer akcije sa dugim periodom do call date-a). Obrnut proces važi za negativnu konveksnost. Isti faktori koji uslovljavaju povećanje trajanja (niski kamatni kupon, dugi rok dospijeca, niska stopa reinvestiranja), takode, utiču i na porast efekata konveksnosti.

5.5.3. Praktični izvori trajanja i ostale mjere investicionog rizika zajedničkih fondova

Prosječan povraćaj, standardna devijacija i trajanje su izuzetno važne mjere za investitorske eksperte, koje oni koriste za procjenjivanje odnosa rizik / povraćaj uzajamnih fondova ili pojedinačnih hartija od vrijednosti. Ali malo stručnjaka imaju efikasne i brze pristupe informacijama koje su potrebne za njihovo tačno izračunavanje ili nemaju dovoljno vremena za njihovo izračunavanje. Osnovni posao ovih stručnjaka je savjetovanje i pravljenje preporuka za svoje klijente.

Srećom, većina ovih podataka je danas dostupna kroz informacione servise zajedničkih fondova kao što je Morningstar, CDA, Lipper, itd. S obzirom na važnost trajanja obveznice svi fondovi ne dozvoljavaju dostupnost ovim podacima, a oni koji to čine koriste različite pristupe pri njihovim proračunima. Morningstar pravi sopstveni proračun svih obveznica koje on pokriva, koristeći podatke nabavljene iz glavnog menadžment servisa (CMS). Ono izračunava vrijednost koja se zove " prosječno efektivno trajanje "(average effective duration). Ova veličina određuje trajanje za uloge povlačenja ili prethodna plaćanja sredstava za portfolio fonda.

5. 6. Smanjenje rizika kroz diverzifikaciju

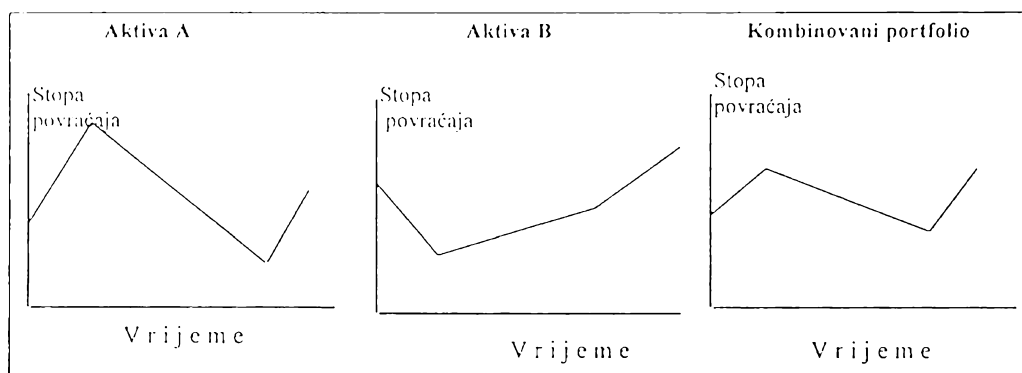
Ako bi sve vrste investicija ostvarivale povraćaj od 15% godišnje, na uložena sredstva u predvidivoj budućnosti, tada bi bilo svejedno gdje investirati. Ipak, različite investicije se ponašaju na različite načine. Jedne godine akcije rastu, a obveznice padaju. Te godine, akcija A ostvariće prihod od 20%, dok je akcija B ostvarila gubitak od 2%. Jedne godine investitori otkriju (najčešće prekasno) da je trebalo investirati u realnu imovinu, a sljedeće godine dolazi do pada cijena nekretnina. Međutim, ovakva dešavanja je teško ili nemoguće predvidjeti. Kristalna kugla ili najbolji tržišni pregnozer nijesu savršeni pa se i njima se desi da pogriješe s vremena na vrijeme. Ova neizvjesnost primorava investitora na diverzifikaciju⁷⁸, gdje što je veća neizvjesnost to diverzifikacija mora biti veća da bi porasle šanse za dobitak ili se smanjile šanse za ozbiljne gubitke.

Promjena ekonomskog okruženja, novi tip investicija, promjenljivost tržišta, čine gotovo nevjerovatnom mogućnost da samo jedna investicija može obezbijediti željene rezultate. Zato investitori moraju da razumiju i koriste diverzifikaciju portfolia. Činjenica da se investicije ponašaju na različite načine i da nose različiti rizik, predstavlja mogućnost njihovog iskorištenja u obliku investitorske prednosti. Ponašanje jedne investicije može se iskoristiti za sprječavanje rizika povezane sa drugom investicijom. Ovo je moguće, jer se investitorski rizik ne sabira, tj. rizična investicija kombinovana sa drugom rizičnom investicijom ne mora da rezultira portfoliom većeg rizika. Efekat može biti sasvim

drugačiji. Kretanja kod određene hartije od vrijednosti mogu poništiti promjene kod druge hartije od vrijednosti, što će rezultirati portfoliom nižeg ukupnog rizika. Diverzifikacija predstavlja raspoređivanje finansijskih sredstava na veliki broj investicija, kao što su akcije, obveznice ili realna imovina. Proces investiranja podrazumijeva analizu mogućih investicija, koje imaju unificirane osobine i koje kombinovane sa drugim tipovima investicija (hartije od vrijednosti), omogućuje da se formira portfolio sa željenim karakteristikama.

5.6.1. Važnost korelacije

Slika 5.9 pokazuje šta se dešava kada dvije nepovezane (ili slabo povezane) investicije bivaju sjedinjene u portfolio. Slika pokazuje da se investicije A i B kreću u različitim pravcima i nalaze na različitim nivoima tokom posmatranog vremenskog perioda. Na samom kraju i jedna i druga rastu. Njihova kombinacija u portfolio ima tendenciju ublažavanja uspona i padova (vrhova i depresija) kroz različite vremenske sekvence posmatranog proizvoda, dok na kraju ima pojačani rast, koji je izražen kod obje investicije posebno.



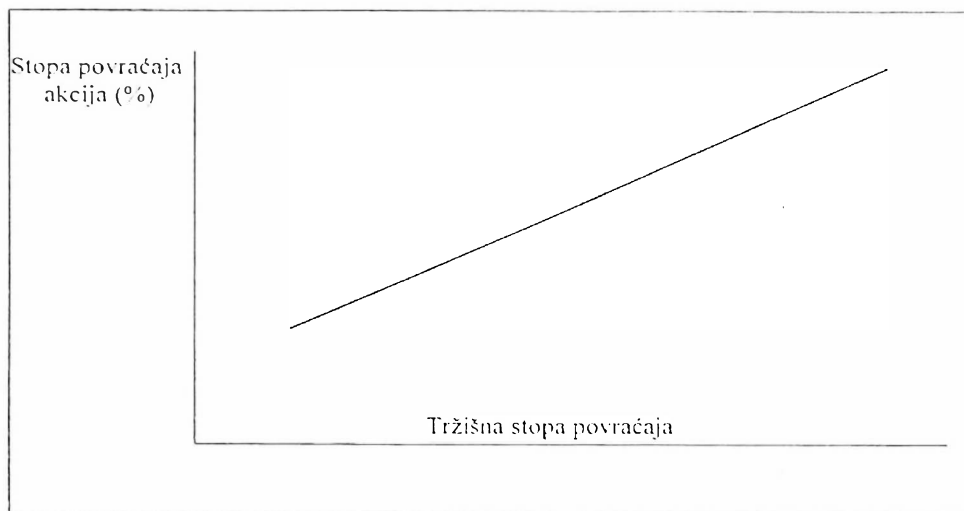
Sl.5.9. Efekti kombinovanih nepovezanih investicija

Statističke analize su važne ne samo za određivanje stepena rizika investicije, već i da pokažu kako se jedna hartije od vrijednosti ponaša u odnosu na druge. Što je niža korelacija između hartije od vrijednosti i portfolia, to će biti niži rizik portfolia.

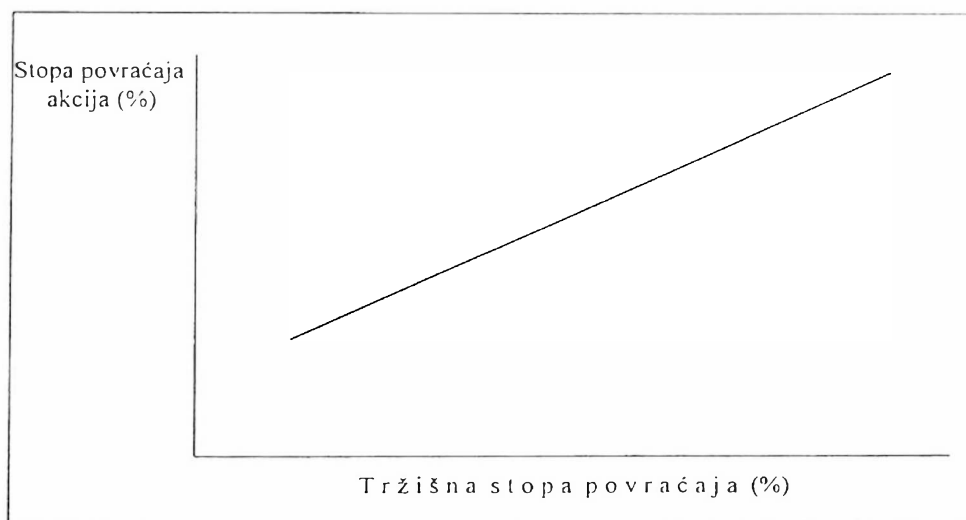
5.6.2. Koeficijent korelacije

On predstavlja relativnu veličinu koja određuje postojanje korelacije (veze) između dvije veličine. On utvrđuje stepen linearne veze između dvije varijable, npr. korelacija jedne akcije u odnosu na ukupno stanje berze. Stopa povraćaja akcije i povraćaja tržišta nanešeni su na dijagram rasipanja od slike 5.10. do slike 5.13. Povraćaj akcije je označen na vertikalnoj osi (ordinati), dok je povraćaj tržišta označen na horizontalnoj osi (apcisi). Povučena je prava između tačaka, tako da minimizira kvadratna odstupanja (rastojanja) svake posebne tačke od prave. Ta linija predstavlja liniju regresije. Što su tačke bliže liniji regresije, postoji veća korelacija između akcije i berze (tržišta). To znači da su oboje pod velikim uticajem istih faktora.

Slike od 5.10 do 5.13 prikazuju različite oblike povezanosti.



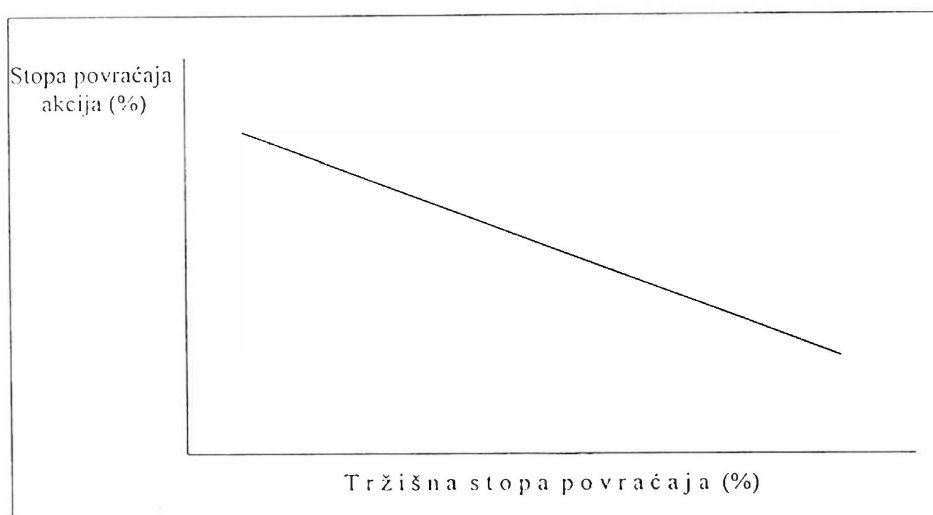
Sl.5.10. Niska pozitivna korelacija



Sl.5.11. Srednja pozitivna korelacija



Sl.5.12. Visoko pozitivna korelacija



Sl.5.13. Visoko negativna korelacija

Korelacija investicije sa tržištem bazirana je na kovarijansi između dva povraćaja. Kovarijansa predstavlja prosječnu mjeru slaganja dvije varijable. Njena formula je:

$$COV_{sm} = [\sum (S - \underline{S}) * (M_k - \underline{M_k})] / (n - 1).$$

Ona predstavlja očekivanu vrijednost proizvoda odstupanja od njihove aritmetičke sredine. Kovarijansa akcije S i berze je $56/4 = 14$. S obzirom da je teško objasniti kovarijansu, ona se najčešće ne koristi kao mjera rizika. Međutim, ona se koristi kao posredna veličina za izračunavanje koeficijenta korelacije. Koeficijent korelacije označava se sa "R" ili "r" i izračunava se:

$$R = \frac{COV_{sm}}{\sigma_s * \sigma_m}$$

Ako je koeficijent korelacije +1, to znači da postoji perfektna korelacija, tj. postoji funkcionalna povezanost; ako je $R=0$, ne postoji nikakva povezanost varijabli; a ako je $R=-1$, to znači da između varijabli postoji perfektno negativna korelacija (pad jedne => rast druge). Međutim, ne postoje investicije sa perfektno negativnom korelacijom, već se ona nalazi u intervalu $(-1,+1)$. R akcije S u odnosu na tržište je $14/[(7,18)*6,56] = 0,3$. Nizak nivo R-a ukazuje da postoji niska povezanost između povraćaja akcije i tržišta. Zato postojanje takve akcije, čije kretanje nije povezano sa promjenama na tržištu, u portfoliju omogućuje smanjenje njegove rizičnosti. Mjerenja korelacije su izuzetno važna portfolio menadžmentu, radi određivanja odnosa između pojedinih investicija i tržišta. Glavni predmet portfolio menadžmenta predstavlja upravljanje rizikom, putem sastavljanja investicija za portfolio, koje imaju nizak nivo korelacije. Ukoliko je niži koeficijent korelacije, utoliko je:

- Veći broj investicija će se uključivati u diverzifikaciju portfolia;
- Manja neizvjesnost ukupnog portfolia;
- Niži nivo rizika portfolia.

Čini se logičnim, da će najveća razlika u korelaciji biti između različitih tipova investicija. Sama priroda investicije daje joj jedinstvene osobine koje je čine prepoznatljivom i drugačijom od ostalih. Ova činjenica predstavlja vodilju portfolio menadžerima pri diverzifikaciji portfolia. Zato, diverzifikacijom različitih tipova rizika, kojima je portfolio podložan se minimiziraju efekti bilo kojeg od njih. Tabela 5.3. datih korelacionih koeficijenata različitih tipova investicija daje adekvatan prikaz. Ona ukazuje na vezu između različitih tipova imovine, kao i stepena smanjenja rizika koji se omogućuje putem diverzifikacije. Matrica koja je formirana prije nekoliko godina, ovdje je izabrana da ukaže na promjenljivost koeficijenata korelacije. Posebno treba obratiti pažnju na slabu korelaciju između dugoročnih obveznica i akcija, čime se može pretpostaviti da će se visok stepen diverzifikacije postići smanjivanjem učešća obveznica u portfoliju. Posljednjih godina povezanost između obveznica i akcija značajno je porasla, tako da je stepen diverzifikacije postignut smanjenim uvrštavanjem obveznica. Takođe, promjene stranih akcija su u povećanoj korelaciji u odnosu na akcije iz SAD. Zato, menadžer mora biti svjestan da postoji promjena veza između investicija i s vremena na vrijeme je neophodno izvršiti reviziju validnosti pretpostavki, koje su korišćene u izradi portfolija.

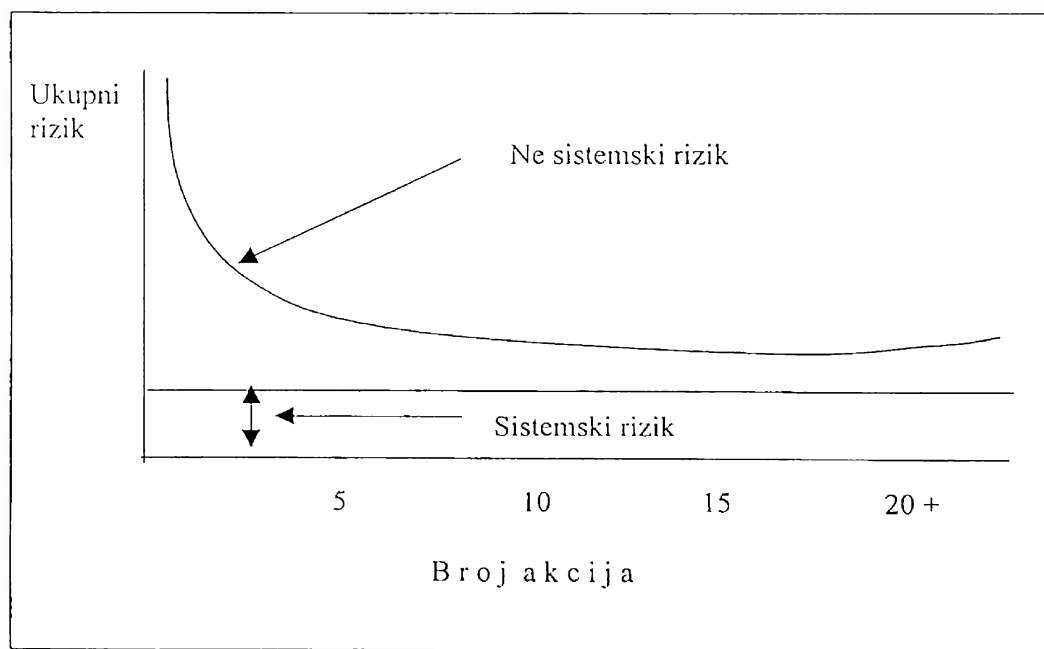
	Akcije	Vlad. obvez	Vladine obvez	Zlato	Akcije m.kom	Inostr. akcije	Inostr. obvezn	Inflac -ija
Akcije	1.00							
Vladine obveznice	.37	1.00						
Trezorski računi	-0.6	-.02	1.00					
Zlato	-0.8	-.25	.18	1.00				
Akcije malih kompanija	.74	.12	.07	-.07	1.00			
Inostrane akcije	.66	.21	-.40	.04	.32	1.00		
Inostrane obveznice	.20	.48	-.54	.06	.05	.64	1.00	
Inflacije	-.32	-.59	.45	.60	.05	-.51	-.54	1.00

Tabela 5.3. Korelacija povraćaja između različitih klasa aktive

Menadžer, takode, treba da izvrši reviziju korelacije investitorskih sektora. Priroda nekih ekonomskih i tržišnih sektora čini ih idealnim investicijama, koje mogu efektno doprinijeti diverzifikaciji. Takode, i korelacija sektora može biti pogođena ciklusima, velikim ekonomskim događajima ili političkim promjenama. Neki sektori su sasvim novi i promjene u njihovim korelacijama moramo prihvatiti sa velikom dozom opreza i rezerve (keramička tehnologija, genetika, farmaceutika). Očekivani efekti portfolia sa kombinacijom investicija niskih korelacionih koeficijenata mogu biti izmjereni standardnom devijacijom portfolia. Standardna devijacija portfolia ne predstavlja prosti zbir slobodne devijacije individualnih investicija. Ona je obično manja od proste sume, zato što uvrštavanje u portfolio investicija sa niskom stopom korelacije dovodi do poravnanja neizvjesnosti zasebnih investicija.

5.6.3. Diverzifikacija smanjuje nesistemski rizik

Kao što smo već naveli na početku ovog dijela rada, nesistemski rizik je sastavljen od faktora rizika koji su jedinstveni za svaku posebnu hartiju od vrijednosti. Investicije sa visokim nesistemskim rizikom se kreću nezavisno u odnosu na tržište. Zato, kombinacijom nepovezanih hartiju od vrijednosti gotovo je moguće eliminisati posljedice nesistematskog rizika koji se odnosi na neku posebnu hartije od vrijednosti. Slika 5.14. je zasnovana na istraživanju John Evansa i Stephen Archera⁷⁹. Ona pokazuje da nesistemski rizik može biti bitno otklonjen pomoću diverzifikacije. Evans i Archer su otkrili da oko 90% prednosti koja omogućuje diverzifikacija može se postići formiranjem portfolia, sastavljenog od samo 12-18 nepovezanih akcija.



Sl. 5.14. Efekti diverzifikacije na portfolio rizika

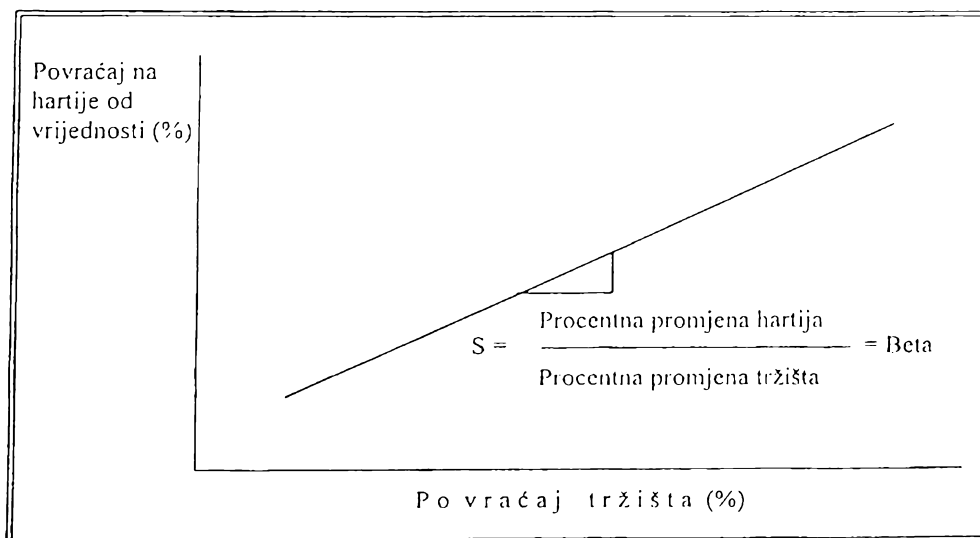
⁷⁹ Isto

5.6.4. Koeficijent determinacije

Koeficijent determinacije, koji se označava sa r^2 , predstavlja procenat varijacije (odstupanja) zavisne varijable koja se objašnjava varijacijom nezavisne promjenljive. Tj. ona pokazuje iznos varijanse u stopi povraćaja akcije i može se objasniti varijansom profitne stope tržišta. Kreće se između 0 i 100 (što znači da se varijanse akcija mogu objasniti varijansom tržišta). Na primjer, akcija S ima koeficijent determinacije $0,3 \cdot 0,3 = 0,09$. To znači da se samo 9% varijabiliteta (odstupanja) akcije može objasniti varijansom tržišta. Akcija sa niskim r^2 ima zato nizak nivo sistemskog rizika i jako veliki nesistemski rizik, koji nastaje usljed faktora koji su jedinstveni za svaku kompaniju posebno (poslovni rizik). Akcija sa visokim r^2 ima veliki sistemski rizik. Za zajedničke fondove S&P 500 indeks može da ima $r^2 = 100$, dok zlato ima $r^2 = 5$ ili manji.

5.7. Beta i portfolio beta

Pošto je sistemski rizik jedini preostali rizik koji diverzifikacija ne može riješiti, on je esencijalan za menadžment. Formula za mjerenje stepena relativnog sistemskog rizika koji se odnose na akciju je beta. Beta pokazuje stepen do kog pojedinačna akcija ili portfolio reaguje na promjenu koja se dogodila na tržištu. Klijent može da upita: "Ako tržište padne za 5%, šta će se desiti sa akcijom u mom portfolioju?". Beta nam kazuje odgovor na to pitanje. Formula za β uključuje dva činioca koja su prethodno određena: neizvjesnost (standardnu devijaciju) i asocijaciju (koeficijent korelacije)⁸⁰. Beta predstavlja strmu liniju, koja prikazuje vezu između hartije od vrijednosti i tržišta.



Sl.5.15. Imovinska karakteristična linija

Strma linija predstavlja promjenu povraćaja određene hartije od vrijednosti podijeljenu sa promjenom prinosa na tržištu. Ako je povraćaj akcije 10%, a povraćaj na tržištu isto 10%, to znači da je β akcije jednaka 1. $\beta = 1$ pokazuje da je neizvjesnost hartije i

tržišta ista. To znači, da ako rast ili pad tržišta bude 5%, i cijena akcije će se kretati u istom pravcu. Ako je β manji ili veći od 1, to znači da je investicija manje ili više podložna sistematskom riziku u odnosu na tržišne promjene.

Ako je akcija sa $\beta = 1,25$, znači da će premašiti rast tržišta za 25%, ali ako dode do pada na tržištu, pad akcije će biti za 25%. Pouzdanost β hartije od vrijednosti zavisi od korelacije između hartije od vrijednosti i finansijskog tržišta. β će biti visok samo ako akcija ima visoku korelaciju sa finansijskim tržištem. Što je manja povezanost hartije od vrijednosti i tržišta, β će biti teže da predvidi način reagovanja akcije na tržišne promjene. Postoji tradicionalno niska korelacija između zlata i akcija, te je β zlata nizak, što dovodi do zaključka da je investicija u zlato nisko rizična.

Medutim, investicija sa niskom korelacijom ne mora da ima obavezno nizak nivo rizika. To znači, da iako postoji nizak nivo korelacije, a samim tim nizak nivo sistemskog rizika, akcija može da ima visok nivo nesistemskog rizika, koji se ne može reflektovati kroz β koeficijent. To znači da β koeficijent zlata ima vrlo ograničenu moć utvrđivanja cjenovnih kretanja zlata i promjena na berzi. Suprotno, akcija koja izgleda da ima visok stepen rizika, što se zaključuje postojanjem visoke standardne devijacije, može da u stvari ima nizak nivo rizika, ako je njegov veći dio nesistematski rizik, koji se eliminiše kroz diverzifikaciju. To znači, da je β relevantan pokazatelj samo kod diverzifikovanih portfolia. Beta predstavlja odraz prošlosti. Pošto se on određuje na osnovu prošlih kretanja određene hartije od vrijednosti u odnosu na finansijsko tržište, moć predviđanja β koeficijenta jedino je ispravna ako buduća događanja imaju veliku sličnost sa prošlim. Ako se osjetljivost hartije od vrijednosti na određeni faktor mijenja, mijenjaće se i vrijednost β koeficijenta.⁸¹

Treba napomenuti da su zbog promjene karakteristika kompanija, uvođenjem nove proizvodne linije, formiranjem merdžera, β su dosta nestabilne za pojedinačnu hartije od vrijednosti, ali je β diverzifikovanog portfolia dosta stabilan, zahvaljujući karakteristikama akcija da se njihove promjene međusobno kompenzuju.

S obzirom da je dosta pažnje posvećeno preispitivanju teorijske osnove postojanja, nek β i akademski krugovi su " β nazvali mrtvim". U predavanju iz 1991. godine, Kenneth French i Eugene Fama prikazuju otkrića, koja ukazuju na trofaktorni model, koji se sastoji od tri veličine:

- 1) Veličine kompanije;
- 2) Tržišno objavljene vrijednosne stope;
- 3) β koeficijenta;

za koji se smatra da je mnogo bolji u određivanju stope povraćaja i rizika hartije od vrijednosti nego sami β model. Veličina kompanije predstavlja broj njenih akcija pomnožen sa cijenom akcije, a tržišno objavljena vrijednosna stopa određuje se upotrebom nominalne vrijednosti akcije, upoređena sa njenom tržišnom cijenom. Ova dva autora su utvrdili da visoke povraćaje proizvode male firme. Mnogo upečatljivija je činjenica da tržišno objavljena vrijednosna stopa razjašnjava razlike u povraćajima na jednom višem stepenu. Firme koje posjeduju visoke stope teže da imaju više dugoročne stopa povraćaja nego firme sa niskom stopom. S obzirom da β igra tako značajnu ulogu u modernoj teoriji portfolia, ova otkrića su proizvela velike diskusije i oprečne stavove i značenje ovog trofaktorskog modela, za investitora, pa je ovo ostalo prilično nerazjašnjeno.

5.8. Strategije za upravljanje rizikom

Kao što smo prethodno naveli utvrđivanje veza između investicija, kao i korišćenje ovih veza za razvijanje sve složenijih portfolia, uz pomoć upravljanja rizikom, predstavlja centar moderne portfolio teorije. Takođe, postoje i neke dopunske akcije koje se mogu preduzeti za smanjenje investicionog rizika.

Dolarsko-troškovno uprosječavanje⁸² predstavlja strategiju investiranja jednakih iznosa postupno u ravnomjernim vremenskim razmacima, obično mjesečno ili po kvartalima. To omogućuje investitoru da uprosječi svoju trgovinu i najčešće ostvari manju prosječnu cijenu po akciji. DCA(dollar cost averaging) - investitor kupuje više hartija od vrijednosti kada je njihova cijena niska, a manje kada je njihova cijena visoka. Ovaj metod otklanja neizvjesnost vezanu za određenje tajminga-a za ulaganje. Tabela 5.3. određuje rezultate investiranja: \$ 200 za svaki transakcioni period trajanja investicije. Dolarsko-troškovno uprosječavanje "prigušuje" efekte visokih cijena akcija, jer će investitor smanjiti njihovu kupovinu kada je ona visoka, a kupiti više kada je ona niska. Dolarsko troškovno uprosječavanje ima najbolje rezultate kod hartija od vrijednosti koje su sklone čestim promjenama. Upravo ta nestabilnost hartije od vrijednosti može ići na ruku investitorima. Kao rezultat ovog procesa javlja se, da je u portfoliju srazmjerno više jeftinijih akcija, što smanjuje prosječnu cijenu akcije u portfoliju. Ova tehnika se zasniva na ulaganju stalnih iznosa kojom se izbjegavaju tržišne turbulencije, a ujedno pomaže razvijanju dugoročnog investicionog predviđanja investitora. Dolarsko-troškovno uprosječavanje odgovara najvećem broju investitora i daje najbolje rezultate kod dugoročnog investiranja. Ono preokreće opasnost od gubitka u šansu kupovine akcija po nižim cijenama. Ono se često primjenjuje na hartije od vrijednosti koje posjeduju dosta visok nivo neizvjesnosti, a ovaj metod postaje još efikasniji ako se javlja u periodu rasta cijene akcije.

Mjesec	Cijena po akciji	Broj akcija	Ukupan broj akcija	Totalni iznos investicija	Prosječan trošak po akciji
1	\$ 15	13.33	13.33	\$ 200.00	\$ 15.00
2	17	11.76	25.09	400	15.94
3	20	10.00	35.09	600	17.10
4	22	9.09	44.18	800	18.11
5	18	11.11	55.29	1,000	18.09
6	16	12.50	67.79	1,200	17.70

Tabela 5.4. Dolarsko - troškovni prosjek

5.8.1. Zajednički fondovi i dolarsko – troškovno uprosječavanje

Zajednički fondovi su od ove tehnike stvorili jednu laku strategiju koju investitori mogu koristiti. Oni jednostavno periodično šalju čekove sa jednakim iznosima ili se posredstvom potpisivanja ugovora saglašavaju da će sa njihovog računa u određenim periodima (mjesečno) biti podizani jednaki iznosi. Ovaj novac se koristi za kupovinu akcija po sadašnjoj neto vrijednosti (NAV). Tako se akcije kupuju u zavisnosti od njihovih cijena: veći broj ako je neto sadašnja vrijednost niska, a manji kada je neto sadašnja vrijednost visoka. Važno je napomenuti evidenciju o svakoj cijeni akcije koja je kupljena, kao i o obimu kupovine, što je od značaja kada investitor mora objaviti cjenovnu osnovu za potrebe oporezivanja.

5.8.2. Vrijednosno uprosječavanje

Vrijednosno uprosječavanje predstavlja proces kojim se postiže unaprijed periodični porast vrijednosti portfolia. Određeni iznos porasta sopstvene imovine može se povećati ili pomoću ostvarenja dobiti u postojećem portfoliu ili putem dodatnih ulaganja investitora. Tabela 4-9 prikazuje efekte uprosječavanja vrijednosti, gdje je za cilj postavljeno povećanje vrijednosti portfolia za \$ 5 000.

Mjesec	Cijena akcije	Investirani iznos	Broj akcija	Ukupan broj akcija	Ukupan investirani iznos	Ukupna vrijednost portfolija
1	\$ 10.00	\$ 5,000	500.00	500.00	\$ 5,000	\$ 5,000
2	9.75	5,125	525.64	1,025.64	10,125	10,000
3	9.70	5,051	520.75	1,546.39	15,176	15,000
4	9.95	4,613	463.66	2,010.05	19,789	20,000
5	10.00	4,899	489.95	2,500.00	24,688	25,000

Tabela 5.5. Vrijednosno uprosječavanje

Kod vrijednosnog uprosječavanja varira iznos koji se ulaže, jer promjene u cijenama akcija diktiraju kupovinu različitog broja akcija, koje će biti podesne da zadovolje unaprijed određene ciljeve. Zato što ovaj metod naglašava postizanje ciljnog dolarskog iznosa u portfoliu, investitor mora da kupi više akcija kad im je cijena niska, da bi nadoknadio moguće smanjenje vrijednosti portfolia i ujedno " spašio " investitora od nepažljive kupovine na top tržištu (kada su cijene akcije izuzetno visoke), što utiče na smanjenje rizičnosti portfolia. Bez obzira, koristi li dolarsko-troškovno uprosječavanje ili vrijednosno uprosječavanje, ne postoji potpuna sigurnost da će investitor ostvariti pozitivnu stopu povraćaja. Rezultat investicija zavisice prije svega od ponašanja kupljenih hartije od vrijednosti.

Investitorski stil koji je menadžer usvojio može, takode, da se odrazi na rizik portfolia. Dva stila koji privlače punu pažnju su: vrijednosno i rastuće investiranje. Portfolio, koji je pod jakim uticajem jednog od ovih stilova, može se opteretiti dodatnim rizikom, izraženim u obliku " tržišne psihologije "⁸³. " Tržišna psihologija " može izazvati da veliki broj investitora procjeni ili potcijeni neku hartiju od vrijednosti, koja se nalazi u

njihovom portfoliju ili koju žele nabaviti za svoj portfolio. Tradicionalno, ako je jedan stil češće korišćen, izaziva značajnije promjene u djelovanju drugog stila. Nijedan stil se neće stalno koristiti. Nekad će jedan stil biti omiljeniji, a nekad drugi, sve u zavisnosti od njihovih skorašnjih rezultata. Zato je izuzetno važno kakve će efekte investitorski stil imati na ponašanje portfolia, kao i na njegov nivo rizika. Drugi pojam koji zavrjeduje pažnju i pomoću koga se pokušava odrediti šta utiče na performanse portfolija je faktorska analiza. Faktorska analiza pokušava da identifikuje finansije u drugim tipovima investicija koje imaju slično ponašanje kao investicija koja se analizira. Analiza investicije može da pokaže da je portfolio sastavljen od akcija koje su osjetljive na iste ekonomske i tržišne faktore, kao i akcije npr. kompanija visoke tehnologije. To pomaže u određivanju očekivanja portfolijskog rezultata. Faktorska analiza pokazuje stepen investitorske stabilnosti menadžera i pomaže investitoru da odredi, kad treba mijenjati investitorski pristup (stil) svog menadžera ili kad treba čak u potpunosti mijenjati sastav ili strategiju portfolija. Faktorska analiza je tehnika za identifikaciju porijekla i tipova rizika, koji su sastavni dio portfolia, pomažući i u izdvajanju rezultata (efekata) korišćenih strategija ili individualne selekcije hartije od vrijednosti. Važno je napomenuti da faktorska analiza počiva na korišćenju, prije svega, statističkih podataka, koje utvrđuju povezanost hartije od vrijednosti u portfoliju ili portfolija u cjelini. Ove veze se mogu formirati podudaranjem djelova dvije različite varijable. To znači, da iako se dva portfolia ponašaju na sličan način oni ne moraju da imaju slične stilove, strategije ili dužinu trajanja. Dešavanja na tržištu do nekog stepena djeluju na sve tipove portfolia, i zato se dva portfolia mogu ponašati na sličan način usljed potpuno nepovezanih razloga. Faktorsku analizu, moramo uzeti sa rezervom, jer određivanjem visoke korelacije na koju ona ukazuje, se ne mogu otkriti uzroci povezanosti portfolia, kao i procjene efekata njihovih ostvarenih rezultata.

5.8.3. Rizik i vremenski horizont

Drugi način na koji diverzifikacija efektно smanjuje rizik prikazan je u članku koji sadrži otkrića iz studije Robert A. Levy-a⁸⁴, koji je pokazao uticaj faktora vremena na mogućnost gubitka. Levy dokazuje da upotreba dugoročnih podataka o kretanjima akcija ili obveznica, pod bilo kojim okolnostima u kojim se klijent nalazi, dovodi do zablude investitora. Njegova poenta je da investitori moraju obratiti pažnju na prosječno ponašanje hartije od vrijednosti u određenom vremenskom periodu (horizontu). Npr. investitoru koji ima 20 godina najviše će odgovarati vremenski horizont od 50 god, dok će npr. vremenski horizont od 10 godina, najviše odgovarati bračnom paru pred penzijom. Levy je pronašao da u 52 slučaja sa jednogodišnjim vremenskim periodom u periodu od 1926. do 1977. godine, akcije su ostvarile gubitke u 18 perioda a obveznice u 10. Investitor sa kratkim vremenskim horizontom, sa pravom zaključuje da su ove investicije prerizične. Kada vremenski horizont poraste na petogodišnji period holdinga (kod 48) akcije su imale u 7 perioda gubitke, a obveznice u 2 perioda. Sa desetogodišnjim periodom (njih 43) akcije su imale u 2 perioda gubitke, dok kod obveznica nije bilo gubitaka. I najzad, nije bilo dvadesetpetogodišnjeg perioda u kome je ostvaren gubitak ni akcija niti obveznica. Dakle, mladi klijenti koji sagledavaju sa dužeg vremenskog perioda (horizonta), ulaganje u akcije i obveznice smatraju nisko rizičnim.

Vrijeme diverzifikacije može smanjiti vjerovatnoću gubitka rizičnijih investicija. Sa rastom dužine perioda posjedovanja hartije od vrijednosti, nepostojanost povraćaja se smanjuje i akcije postaju atraktivnije za ulaganje. Važna posljedica ovog istraživanja je: pošto se rizik mijenja sa vremenskim horizontom, β kao mjera rizika može biti neupotrebljiva ili netačna. Namjesto određenja β glavno pitanje koje treba postaviti je: "

Koji najmanji nivo povraćaja klijent može da "podnese" u periodu od 1,5, 10 ili 25 god?"

5.9. Povraćaj – pojmovno određenje, vrste i atributi

Da li je neko ostvario dobru stopu povraćaja na svoju investiciju? Ovo vrlo jednostavno pitanje, čini se jednako prostim kao izračunavanje i interpretacija stopa povraćaja. Treba odrediti koliki iznos je investirani i koji je iznos dobijen kao povraćaj i onda izračunati procentualni iznos povraćaja. Na žalost, izračunavanje i interpretacija povraćaja u svijetu investicija, daleko je od jednostavnog. Dok faktori kao što su vrijeme, rizik, porezi, ciljevi investitora, kao i djelovanje ostalih investicija, doprinose sveobuhvatnijem razumijevanju investitorskog povraćaja što ukupno ovaj proces čine mnogo kompleksnijim. Za datu stopu povraćaja od 15%, mogu se postaviti pitanja:

- Da li je 15% stopa povraćaja dobra ili suviše mala u odnosu na ciljeve investitora?
- Da li je ta stopa povraćaja godišnja ili neka druga?
- Da li ta stopa povraćaja predstavlja povraćaj prije ili poslije oporezivanja?
- S obzirom na preduzeti rizik, da li je 15% stopa povraćaja ono što je klijent očekivao?

Kao što s vidi, sam podatak o stopi povraćaja od 15% ne daje odgovor na ova važna pitanja. Malo je brojeva koji sami po sebi nešto znače. Većina svoje značenje dobija kad se posmatraju u odnosu na neki pojam. Kako su reagovalе druge investicije ili čitavo tržište? Kako su se investicije pokazale u odnosu na stopu povraćaja, koju klijenti moraju ostvariti da bi postigli svoje ciljeve? Kako se investicija ponašala u odnosu na svoje prethodne povraćaje? Proučavanje stopa povraćaja će imati smisla, samo ako može da odgovori na neka od ovih pitanja. Izračunavanje i interpretacija povraćaja na ispravan način zahtijeva jedan nivo sofisticiranosti kojom finansijski eksperti moraju vladati.

5.9.1. Tipovi povraćaja

Protokom vremena, stvoren je veliki broj različitih tipova hartija od vrijednosti. Počevši od bazičnih oblika, obične akcije i obveznice sa standardnim kamatnim isplata, Wall Street je stvorio konvertibilne obveznice, preferencijalne akcije sa prilagodljivom stopom, komercijalne zapise, hipotekarno-povraćajne hartija od vrijednosti, obveznice sa nultim kuponom i čitav niz različitih hartija od vrijednosti.

Svaki tip hartija od vrijednosti ima različite karakteristike cash-flow-a koje su stvorene da izadu u susret zahtjevima emitenata i investitora. Investitori imaju očekivanja određena njihovim potrebama ostvarenja povraćaja ili željenim poreskim statusom. Povraćaji se mogu ostvariti u obliku dividende, primanja kamate ili kroz kapitalnu apresijaciju (povećanje). Jedan dio investicionog procesa upravo se odnosi na pomoć investitorima da pronađu odgovarajuću investiciju, koja će biti u mogućnosti da stvori onakav tip povraćaja koji investitor želi da postigne.

5.9.2. Vremenski proračun (timing) povraćaja

Investitorski povraćaji se razlikuju međusobno ne samo po vrsti, već i po tajmingu. Primjera radi, obveznica sa nultim kuponom omogućuje povraćaj ili po roku dospelja ili nudaom obveznice. Hipotekarno-povraćajna hartija od vrijednosti sa druge strane

investitor želi tekuće povraćaje da bi zadovoljio tekuće potrebe ili želi odložiti svoje povraćaje za budućnost? U zavisnosti od tipa investicije, sadašnji prinos može uzeti različite oblike, uključujući kamatni prinos, dividende, opcijske premije, obvezničke otkupne premije, rente ili se može javiti u obliku distribucija. Odložene zarade mogu uzeti oblik nerealizovanih kapitalnih dobitaka, nagomilanih zarada ili oblik tekućih povraćaja sa odloženim (neplaćenim) porezima. Tekući prihod od zajedničkih fondova se dobija u obliku dividendi i distribucija kratkoročnih i dugoročnih kapitalnih dobitaka, realizovanih prodajom hartija od vrijednosti iz portfolia fonda.

Izbor između tekućih i odloženih povraćaja podrazumijeva sljedeća pitanje: "Gdje je trade off" (veza) između sadašnje potrošnje i većeg iznosa pri "slaganju" povraćaja, koji tokom vremena rastu, pri čemu se u obzir mora uzeti i djelovanje poreza?

5.9.3. Djelovanje poreza na povraćaj

Dividende i kapitalni dobici podliježu različitim djelovanjima poreske politike, što utiče na veličinu povraćaja. Dok se uvijek vode rasprave na temu promjene poreskog sistema sada, dividende i distribucije kratkoročnih kapitalnih dobitaka su obično podložne porezima od 15% do 39,6%.

Dugoročni kapitalni dobici, koji su realizovani investitorskom prodajom akcija fonda, a koje taj zajednički fond raspodjeljuje, su oporezovani po stopi kapitalnog prinosa maksimalno do 28%. S obzirom, da postoje dva različita povraćaja iz zajedničkih fondova, može se desiti da investitori duguju poreze na distribucije koje su primali u toku godine, čak iako su imali gubitak na investiciju, što se dešava usled pada neto sadašnje vrijednosti fondovskih obveznica.

5.9.3.1. Činjenice o porezima bitne za zajedničke fondove

Morningstar objavljuje izvještaje dvije statističke poreske analize, koje omogućuju da investitori budu dobro obaviješteni o fondovima, bazirane na podacima o njima. To su procentualni prijeporeski povraćaj i izvještaj potencijalnog kapitalnog dobitka. Prijeporeski povraćaj se dobija dijeljenjem stopa povraćaja poslije oporezivanja sa stopama povraćaja prije oporezivanja. Što je veći broj koji je dobijen, to je fond "poresko uspješniji", što je jako važno za investitore koji se nalaze u podioku sa visokim porezom. Broj od 70% znači, da 70% fondovskog ukupnog povraćaja nije oporezovano. Najbolji mogući slučaj bi bio fond sa 100%, što bi predstavljao fond sa neoporezivim distribucijama. Iz proračuna su izuzeti kapitalni dobici, dobijeni kada je investitor prodao akcije fonda.

Izvještaj potencijalnog kapitalnog dobitka je u nekoliko suprotan od prijeporeskog povraćaja. On ukazuje na potencijalne poreske konsekvence investiranjem u neki određeni fond. Ako fond sadrži hartije od vrijednosti koje imaju porast vrijednosti, a koje su imale malu stopu obrta portfolia i samim tim isplatili samo nekoliko distribucija koje se oporezuju, može se desiti da stvore veliku koncentraciju nerealizovanih kapitalnih dobitaka.

Ovi nerealizovani kapitalni dobici mogu formirati veliki broj realizovanih oporezivih prinosa ukoliko fondovski menadžer proda hartija od vrijednosti sa visokom kapitalnom apresijacijom (povećanjem). Pošto se u proračunima koristi ukupna imovina fonda, porast imovine fonda koji je nastao usljed kupovine investitora, može smanjiti značajno procijenjenu poresku obavezu prethodnih prinosa. Obrnuto, povlačenjem investitorskih sredstava fondovska procjena poreske odgovornosti raste. Drugi važan faktor u analizi povraćaja predstavlja saznanje da sve distribucije ne predstavljaju prihod nastao kapitalnim dobitkom. Neke distribucije mogu sadržavati kako investicioni povraćaj,

tako i parcijalni povračaj na investitorsku glavnicu. Stopa povračaja se odnosi samo na stopu koja se dobija na iznos investicije, a ne na kapitalnu dobit. Ova razlika može zbuniti investitora, posebno ako je kapitalni povračaj dat u formi "neoporezive distribucije". To bi investitor mogao okarakterisati kao neoporezivi prinos, ali nije tako.

5.9.4. Atributi povračaja

Stopa povračaja koja se očekuje od investicije, povezana je sa nivoom rizika investicije. Rizik je u funkciji neizvjesnosti povezanog sa mogućnošću postizanja date stopa povračaja. Što je veća neizvjesnost, veći će povračaj očekivati investitor. Zato je pri ocjenjivanju stopa povračaja, pouzdanost i stabilnost povezana sa cash flow-ima povračaja i predstavljaju najznačajnije faktore koji se uzimaju u obzir. Postojeći primjeri različitih nivoa rizika uključuju:

- Kamatna plaćanja vladinih obveznica su i stabilna i pouzdana, dok su cash flow-i povezani sa GNMA pouzdani, ali nijesu stabilni, jer hipotekarne pretplate mogu da variraju iz mjeseca u mjesec.
- Za dividende i kamatna plaćanja akcija i obveznica kompanija, možemo reći da su pouzdane i stabilne, samo ako je kompanija sposobna da u konkurentnim i neizvjesnim okolnostima uspije ostvariti prihod dovoljan za njihovu isplatu.
- Neke investicije – realna imovina koja se ne može uvećavati, akcije koje ne daju dividendu i plemeniti metali nemaju cash flow-e. Ukupna stopa povračaja ovih investicija se zasniva na pozitivnoj razlici između prodajne i kupovne cijene. Ponekad zajednički fondovi mogu da promjene ovu osobinu kod akcija koje inače ne odbacuju dividendu, tako da one s vremena na vrijeme mogu da imaju cash flow-e. Npr., dok akcije malih kompanija ne daju dividendu, investitori koji posjeduju akcije malih zajedničkih fondova koji dobro posluju, ipak s vremena na vrijeme mogu da ostvare periodične distribucije, nastale iz prihoda dobijenih prodajom akcija iz portfolija fonda.

Razlika u neizvjesnosti cash flow-a za različite tipove investicija doprinose razlici u stopi povračaja koji investitori očekuju. Kao što je dato u prethodnom dijelu rada neizvjesnost povezana sa investicijom može se izračunati preko standardne devijacije. Dok prošle standardne devijacije ne mogu da odrede vjerovatnoću iznosa interesa ili dividende, koju će bilo koja akcija portfolia ostvariti, ona može pokazati raspon unutar koga se može očekivati stopa povračaja, uz dati nivo vjerovatnoće. To pomaže investitoru da objektivno ocijeni stabilnost stopa povračaja, kao i nivo rizika sa kojim je povezana. Međutim, pošto se standardna devijacija bazira na podacima iz prošlosti, mora se sa rezervom uzeti kao indikator buduće stabilnosti stopa povračaja.

5.9.5. Prethodni i očekivani povračaji

U prethodnom dijelu smo razmotrili da investitori prilagođavaju svoja očekivanja povračaja u skladu sa stepenom rizika. Ipak, uvijek rizik ne predstavlja jedini faktor koji je uključen u pojam "očekivanog povračaja". Ostali faktori pomažu pri objašnjenju zašto stopa povračaja varira kod različitih vrsta investicija. Komponente očekivanog povračaja sadrže:

Nominalnu stopu povračaja - predstavlja navedeni iznos stopa povračaja. Ona može uzeti oblik kamatnog kupona, kamata na uštedevinu ili se može javiti u obliku depozitnog sertifikata. Formula je $[1 + (\text{realna stopa})] * [1 + (\text{inflacija})] = 1 + (\text{nominalna stopa})$.

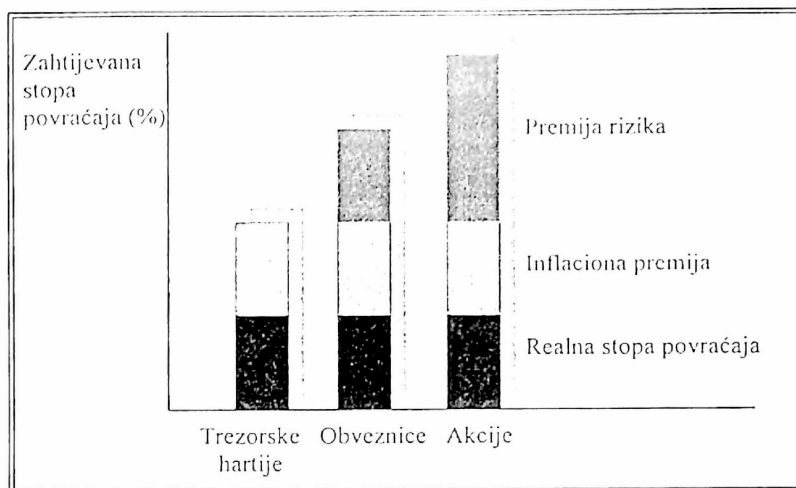
Realnu stopa povraćaja - predstavlja nominalnu stopa povraćaja, ispravljenu za promjene u nivou cijena. Na polju investitorskog finansiranja, to je stopa po kojoj se povećava kupovna moć investitora ili njegovo bogatstvo.

Inflaciona premija (Inflation Premium) - služi za obeštećenje investitora za potencijalni gubitak kupovne moći, nastao pojavom inflacije. Za investitore, vlasnike kratkoročnih hartija od vrijednosti, postoji mali ili nikakav inflacioni rizik, zato što takve hartije od vrijednosti imaju skori rok dospeljeća, a sredstva koja se ostvaruju brzim cash flow-om mogu se iskoristiti za reinvestiranje po višoj stopi, koja nastaje kao posljedica inflacije (rast kamatne stope). Za investitore, koji ulažu u dugoročne hartije od vrijednosti sa fiksnim kuponskim premijama, inflacija predstavlja realan rizik. Zato oni i očekuju kompenzaciju kroz inflacionu premiju, jer je inflaciju na dugi rok teško predvidjeti.

Nerizična stopa povraćaja - ovaj termin se upotrebljava da opiše teorijski povraćaj koji je apsolutno siguran, tj. slučaj kad su očekivani i stvarni povraćaj izjednačeni. Kreditno-vrijednosni papiri US, isto kao trezorske hartije ne nose ovaj rizik ili mogućnost gubitka. Inflacioni rizik sada zadaje mnogo manje briga, otkad trezorske hartije ostvaruju dugoročne povraćaje koji prate stopu inflacije. Međutim, bilo je perioda kada su trezorske hartije ostvarivale značajno manje ili veće stopa povraćaja od stope inflacije. Dohoci u 1979. i 1981. godini predstavljaju primjere za ove situacije. Iako je prosjek od pomoći, on, međutim, može da krije mnogo varijacija, koje se ostvaruju iz godine u godinu. Postavlja se pitanje: šta predstavlja bezrizična stopa povraćaja? Prema podacima kojim raspolaže "Ibboston and Associates", investitori u T-bills su u prošlosti ostvarivali u prosjeku oko 60 baznih poena (0.6%), uz inflacionu stopu od 3,1%. To je rezultovalo nominalnom stopom od 3,7% ($1.031 \times 1.006 = 1.0372$ ili 3,7%). Tokom 30-ih i velikim dijelom 40-ih T-bills su ostvarivale povraćaj manji od 1% godišnje, dok je u kasnim 70-im i ranim 80-im povraćaj bio jako visok, a nastao je kao posljedica inflacionog pritiska.

Premija za rizik (Premium Risk) - karakteristike bezrizične stopa povraćaja predstavlja odličan reper za određenje ostalih povraćaja koji se moraju prilagoditi riziku koji ih prati. Drugim riječima, premija za rizik se dodaje na bezrizičnu stopu da nadoknadi rizik koji preduzima investitor pri različitim tipovima investicija. Kod akcija ta premija se naziva akciona premija za rizik (equity risk premium), za obveznice se naziva default ili premija roka dospeljeća. Za ostale tipove realne imovine premija likvidnosti (liquidity premium).

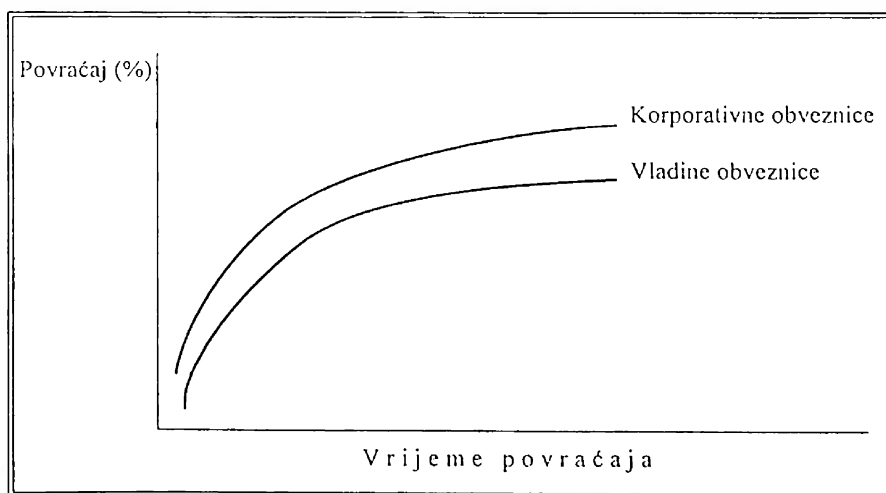
Zahtijevana (tražena) stopa povraćaja - zbir bezrizične stopa povraćaja, određene inflacije i premije za rizik predstavlja zahtijevanu stopa povraćaja investitora. Ona predstavlja stopu koju investitor traži prije nego što će uložiti sredstva u neku određenu hartiju od vrijednosti. Ovaj rizik zavisi od stepena individualne percepcije rizika koja je različita između različitih osoba. Ako bi smo htjeli da napravimo sliku mentalne predstave zahtijevane stopa povraćaja za svaku određenu investiciju ona bi mogla ličiti na išrafirane podioke prikazane na narednoj slici.



Sl.5.16. Zahtijevana stopa povraćaja kao zbir nekoliko faktora

Ova slika predstavljajući traženu stopu povraćaja, daje jasnu predstavu kako se tražena stopa povraćaja mijenja posredstvom fluktuacija u kamatnim stopama, promjenama inflacionog očekivanja i investitorove percepcije rizika. Npr., sa državnih rezervi raste i kamatna stopa što rezultuje povećanjem tražene stopa povraćaja. Očekivanja buduće inflacije i rizika, takođe povećavaju ili smanjuju premiju koju investitori traže. Posljedice ovih procesa mogu se vidjeti na krivama prinosa državnih obveznica koje se redovno objavljuju u The Wall Street Journal-u i u drugim finansijskim izvorima informisanja. Kriva prinosa predstavlja traženi prinos za hartija od vrijednosti sa različitim danom dospeljeća, fiksnog prinosa, sa istim osobinama i danom izdavanja koje sadrže premije za rizik i zajedničko inflaciono očekivanje investitora. Kao što je prikazano na slici 5.16. kriva prinosa obično raste sa povećanjem roka dospeljeća, zbog većeg rizika kamatne stope i inflacionog rizika. Kriva obveznice korporacije je na višem nivou nego kriva prihoda američkih državnih obveznica, zato što obveznice kompanije imaju veću traženu premiju za rizik radi kompenzacije kreditnog rizika.

Alternativni pristup pri određivanju zahtijevane stopa povraćaja investitora ostvaruje se pomoću imovinsko-kapitalno-cjenovnog modela (CAPM).



Sl.5.17. Kriva prinosa za vladine i korporativne obveznice

Očekivana stopa povraćaja - predstavlja ukupnu stopu povraćaja koja se od investicije očekuje. Ona sadrži povraćaje od kapitalnih dobitaka i tekućih prinosa. Ova stopa mora biti ista ili veća od očekivane stopa povraćaja ili investitor neće kupiti određenu hartija od vrijednosti. Ona određuje investitorova očekivanja u vezi sa pretpostavljenim rastom, kako kompanije, tako i cijene njegovih hartija od vrijednosti. Različiti investitori imaju različite očekivane stopa povraćaja, u zavisnosti od investicije. Ako izvjesni investitor očekuje pad stopa povraćaja hartija od vrijednosti, on će ih prodati. Ako drugi investitor ima veća očekivanja u odnosu na veličinu povraćaja, a samim tim i veću očekivanu stopu povraćaja, on će kupiti iste hartija od vrijednosti. Upravo ova različita očekivanja omogućuju trgovanje hartija od vrijednosti.

Realizovana stopa povraćaja – je stopa povraćaja koju investitor u stvari prima, s nadom da je jednaka ili veća od očekivane hartija od vrijednosti. Kad se to dogodi, možemo reći da je investitor ostvario potpunu satisfakciju za preduzeti rizik koji je pratio investiciju, a ujedno je povećao svoje bogatstvo kroz ostvarenu realnu stopu povraćaja.

Radi pravilnog procjenjivanja investicionog povraćaja neophodno je da postoji neka osnova za postavljanje izračunatih cifara u perspektivi. Srećom, ta perspektiva se obezbjeđuje uz pomoć investitorskih i finansijskih firmi koje su identifikovale stopa povraćaja različitih tipova investicija, koje su se u prošlosti ostvarivale. Najčešće navodne studije su one iz Ibboston Associates, koje se objavljuju svake godine u publikaciji "Akcije, obveznice, mjenice i inflacija". Pregled Ibbostonovih podataka ukazuje na veoma zanimljive činjenice. Pomoću brojki koje se značajno mijenjaju iz godine u godinu, analizirani su povraćaji različitih tipova investicija od 1. januara 1926. do 31.12. 1996. godine, došlo se do sljedećih rezultata:

- Povraćaj akcija velikih kompanija je 10,7%;
- Povraćaj akcija malih kompanija je 12,6%;
- Dugoročne obveznice kompanija ostvaruju povraćaj oko 5,6%;
- Dugoročne i srednjoročne državne obveznice ostvaruju oko 5,1% i 5,2%;
- Treasury bills ostvaruje 3,7%;
- Inflacija ostvaruje 3,1%;

Ovi podaci mogu biti od velike koristi investitorskim savjetnicima i njihovim klijentima:

- **Trezorski zapisi i fondovi tržišta novca su se loše pokazali kao proizvođači poslije oporezivih povraćaja.** Trezorski zapisi, koje su poznate po svojoj stabilnosti i sigurnosti imaju visok stepen korelacije sa inflacijom i predstavljaju odličnu zaštitu protiv nje. Međutim, njihov prosječni realni povraćaj iznosi samo 0,6%. Zato, dok fondovi tržišta novca (čiji portfolio uglavnom čine T-bills i bankovni sertifikati o depozitu) mogu predstavljati odlično privremeno sklonište novca, oni ne predstavljaju optimalan izbor ako želimo ostvariti dugoročne povraćaje. Prema Ibboston podacima oni su bili investicija sa najvećim povraćajima samo 8 puta u toku 71 godine.
- **Akcije velikih kompanija imaju tendenciju da nadvise povraćaj obveznica na dugi rok, ali po cijenu većeg nivoa rizika.** Akcije velikih kompanija imaju povraćaj, koji je oko 5% veći od dugoročnih obveznica kompanija. Naravno, to ima i svoju visoku cijenu: nivo rizika je više nego dvostruko veći kod akcija kompanije. Akcije velikih kompanija su ostvarile najviše povraćaje u 15 godina od 71 godine.
- **Ako investitori mogu upravljati rizikom, akcije malih kompanija nadmašuju povraćaje akcija velikih kompanija.** U prošlosti povraćaj akcija malih kompanija je za oko 2% veći nego kod akcija velikih

kompanija. Ovo može biti posljedica posjedovanja manje dostupnih informacija o ovim kompanijama, jer ih prati samo mali broj analitičara i investitora. Takođe, na ove akcije se dodaje i premija likvidnosti, jer se sa njima manje trguje. Nivo od 2% nekima može izgledati mali, ali njihovim slaganjem u toku godina, on stvara impresivne rezultate. Npr., ako investiciju od 1.000 dolara, čiji je povraćaj 10%, investiramo, u toku 15 godina on će porasti će na 4. 177,25 dolara. Ista investicija, koja bi imala povraćaj od 12% u toku istog perioda (15 godina), porasla bi do nivoa \$ 5 473,57. Razlika je skoro 31%. Međutim, neizvjesnost (rizik) godišnjeg povraćaja malih akcija je daleko veći. Iako predstavljaju najrizičnije investicije one su 31 put bile investicije sa najvećim prinosom u toku 71 godine u Ibbostonovim podacima.

Čini se da postoji nepravilnost između stopa povraćaja dugoročnih i srednjoročnih državnih obveznica. Pregled podataka za svaku godinu ukazuje, da iako srednjoročne državne obveznice nemaju periodično (u razmacima) visoke stopa povraćaja, izgleda da one postižu višu prosječnu stopu povraćaja sa ostvarenim gubicima u samo nekoliko godina. One su bile najisplativije investicije samo dva puta u toku 71 god. Dugoročne državne obveznice su ostvarivale gubitke u preko 25% posmatranog vremena (71 god), ali su bile najisplativije 6 puta. Jedno od ograničenja Ibbostonovih podataka je, da se ograničavaju samo na US tržišta i US hartija od vrijednosti. Morgan Stanley-eva analiza ostvarenih stopa povraćaja, uključuje u analizu najvažnija tržišta: tržišta rizičnog kapitala, evropska i japanska tržišta itd. Dok ove investicije imaju stope povraćaja od 13% do 19%, one imaju i veliki stepen rizika, sa standardnom devijacijom koja se kreće oko 25.

Imati osjećaj za određivanje prosječnih stopa povraćaja za različite tipove investicija pomaže investitoru da tekuću stopu povraćaja stavi u perspektivu. Dok prethodni rezultati mogu da posluže kao početna tačka za analizu fonda, upotreba kratkih vremenskih perioda kao analitičkih elemenata, može precijeniti (preuveličati) sadašnje stanje na tržištu ili sektoru. Očekivati prijem prosječnog dugoročnog godišnjeg povraćaja, daleko iznad prosječnog povraćaja bilo koje investicije, sasvim je nerealno. U toku vremena povraćaji regresiraju ka svome prosjeku. Postojanje prosjeka ukazuje da će biti, kako padova, tako i uspona.

Očekivani povraćaj su istraživali Ibboston Associates i omogućili stvaranje pristupa, koji nam pomaže pri formiranju očekivane stopa povraćaja. Umjesto da se bavi predviđanjem očekivane stope velikom broju investicija, grupa je istraživala stopa povraćaja iz prošlosti veze između različitih tipova investicija. Identifikovane su premije za četiri tipa rizika. Rizik akcije je dobijen odnosom povraćaja obične akcije sa povraćajem T-billsa, premija, akcija malih kompanija, odnosom povraćaja "malih" akcija sa povraćajem "velikih" akcija; obveznička default premija dobijena je odnosom povraćaja dugoročnih korporacijskih i državnih obveznica; obveznička vremenska premija određena je odnosom povraćaja dugoročnih državnih obveznica i trezorskih zapisa.

Premije za rizik su zasnovane na očekivanim povraćajima za trezorske hartije, koje predstavljaju zavisnost očekivane stope inflacije i realne stopa povraćaja. Ova međusobna poveznost povraćaja rizika izgleda da čini proces određivanja stope povraćaja jasnim. Međutim, iako prosječna premija može biti određena na osnovu prošlih povraćaja, ipak, premije mogu da se značajno mijenjaju iz perioda u period, tako da upotreba prosječne premije u bilo koje vrijeme ili u bilo kojoj situaciji može biti potpuni promašaj. Zato, bolje je da pri određenju stopa, formiramo jedan raspon unutar koga možemo očekivati željenu stopa povraćaja, pri čemu bismo je određivali periodično. Investitori, takođe, moraju da se oslanjaju na višedimenzionalan pristup u svojim prognozama.

Portfolio tražena stopa povraćaja – se javlja kada investitori i njihovi savjetnici određuju finansijske ciljeve oni ih obično odrede u dvije kategorije (dimenzije), dolarski iznos i ciljni vremenski rok npr.: 25. 000 dolara u gotovu za plaćanje hipoteke, 40. 000 dolara za školarinu na 8 godina, 50.000 dolara za početak biznisa na 5 godina, 150.000 dolara kao doprinos na penzije na 10 godina...Investiciona sredstva ili buduće uštede se tada alociraju na ostvarenje ovih ciljeva. Ono što klijent može pitati je: " Koliku stopu povraćaja ja moram zaraditi na sadašnji portfolio ili dodatne periodične uštede, da bi ostvario moje ciljeve u budućnosti? ". Investitorski savjetnici neke projekcije mogu bazirati na stope povraćaja, koje portfolio sada ostvaruje. Ako osiguravajući ulozi periodične uplate nijesu u mogućnosti da ostvare ciljeve po toj stopi, sljedeći korak je određivanje stopa povraćaja koja se mora ostvariti da bi se ciljevi realizovali.

Proces izračunavanja stope povraćaja je sličan onome koji se koristi pr izračunavanju interne stopa povraćaja (IRR), gdje je jedina razlika u tome kako se taj proces posmatra. Matematička IRR se koristi za određivanje kamatne stope po kojoj se sv budući dobici vraćaju na sadašnju vrijednost. Ona predstavlja ukupnu stopa povraćaja koja se ostvaruje na ukupan iznos uložених sredstava, u toku perioda investiranja. Dok proces izračunavanja interne stope rentabiliteta određuje stopa povraćaja koja će se ostvariti na uložena sredstva, uz očekivanu buduću vrijednost, proces izračunavanja RRR određuje stopu koja se mora ostvariti, da bi se ostvarila buduća vrijednost investiranih sredstava.

Na primjer, ako na uložених 10.000 dolara kao povraćaj poslije 5 godina dobijemo 15.000 dolara, interna stopa rentabiliteta investicije je 8,45. Sa druge strane, ako sadašnja vrijednost portfolia iznosi 10.000 dolara, a potrebni iznos poslije 5 godina treba da bude 15.000 dolara, stopa povraćaja je isto 8,45%. U prvom slučaju, 8,45% je stopa koja može biti ostvarena (IRR), dok u drugom slučaju ona mora biti ostvarena stopa povraćaja. Isti pojam se koristi i kod određivanja stopa povraćaja portfolia koji je neophodan za postizanje ciljeva investitora. On se zasniva na ukupnoj sadašnjoj imovini i iznosim budućih očekivanih uloga u odnosu na buduće troškove povezane sa ostvarenjem ciljeva investitora. Što je veća razlika između sadašnje imovine uvećane za iznos budućih investicija u odnosu na buduće finansijske ciljeve, veća će biti stopa povraćaja koja se mora ostvariti na data investirana sredstva klijenta. Na visoku stopu povraćaja, uticaće dužina perioda investiranja po principu: kraći period, viša stopa povraćaja. Visina stopa povraćaja mora biti preispitana, da bi se utvrdilo da li je moguće ostvariti, gledano sa aspekta investitorovih polisa i rizika tolerancije. Ako je stopa povraćaja samo nešto iznad sadašnje stope povraćaja, zahtijevana stopa se može dostići manjim modifikacijama portfolia. Sa druge strane, ako je stopa povraćaja značajno iznad sadašnje stopa povraćaja to će usloviti da investitor preispita svoje ciljeve, što je bolja solucija, nego da u opasnost dovede sigurnost portfolia sa uvrštavanjem visokorizičnih investicija.

Najzad, stopa povraćaja mora da bude realna. Buduća procjena savjetnika, kao mogućnost investitora da je ostvari, predstavljaju dva faktora koja će zavisiti od realnos stope povraćaja.

5.9.6. Izračunavanje stope povraćaja

Ono što najviše privlači pažnju investitora, a što ujedno određuje i uspjeh investicije predstavlja stopa povraćaja. Rezultat investicije se može brzo procijeniti pomoću tog broja, a on ujedno predstavlja reper za određivanje očekivane stopa povraćaja budućih investicija. Metod izračunavanja stopa povraćaja, takode predstavlja značajan faktor u određenju karakteristika stopa povraćaja. Npr., da li investicija predstavlja sam finansijski cilj ili je samo sredstvo za ostvarenje cilja. Šta je sa odloženim plaćanjima

posmatranju cash flow-a njihove visine i periodičnosti isplata, zatim različiti su i u odnosu karaktera isplate, tj. da li se radi o tekućim ili zadržanim isplatama, zatim u odnosu na to kolika je frekvencija isplate višepериодичне investicije. Drugo važno pitanje je vezano za određivanje vrijednosti u periodu kada je posljednji iznos primljen i da li je taj krajnji iznos stvarno primljen (podignut) ili se radi samo o procijenjenoj vrijednosti. Ova pitanja teško da se mogu iscrpiti, ali mi smo naveli samo ona najvažnija vezana za proces izračunavanja stopa povraćaja. S obzirom da se radi o ulaganju enormnih novčanih iznosa, koje se investiraju po očekivanoj stopa povraćaja, moderna teorijska portfolio statistika zasniva se i bavi promjenljivošću investitorskih prinosa. Poznavanje različitih metoda izračunavanja stopa povraćaja je presudno za ostvarenje uspjeha investicije.

5.9.6.1. Jednoperiodična stopa povraćaja

Možda najprostiji tip izračunavanja povraćaja je tzv. jedno-držani period povraćaja. On predstavlja prosjek stopa povraćaja na investiciju u toku datog perioda investiranja. Dok je ona u mogućnosti da odredi početnu i sadašnju vrijednost, zajedno sa dodatnim uplatama i povlačenjima, ona ne "prepoznaje" promjene u vrijednosti novca pri cash flow-ima. Ona ih predstavlja pri njenom izračunavanju, kao da se svi dešavaju u isto vrijeme.

Formula za holding period povraćaj je :

$HPR = [((EV - BV) (+/-) I) / BV] * 100$, gdje je: EV-krajnja vrijednost, BV-početna vrijednost, I-neto cash flow (nove uplate su oduzete, povučena sredstva su dodata). Primjer: Investitorov portfolio obveznica, obračunat je na početku godine u iznosu 15.000 dolara, a njegova vrijednost na kraju godine bila je 17.000 dolara. Tokom ovog perioda investor je primio dividendu od 900 dolara, koja nije reinvestirana. Povraćaj holding perioda bio je znači 19,3%. $[((17.000 - 15.000) + 900) / 15.000] * 100 = 19,3\%$. Da je dividenda reinvestirana, to bi rezultovalo krajnjom vrijednošću od 17.900 dolara, a 900 dolara ne bi bilo dodato brojiocu zato što je već sadržan u krajnjoj vrijednosti:

$((17.900 - 15.000) / 15.000) * 100 = 19,3\%$. Naravno nijesu sve investicije ovako jednostavne. Investitori s vremena na vrijeme dodaju ili povuku sredstva sa svojih računa u toku holding perioda. Razmotrimo šta će se desiti, ako investor iz primjera u toku holding perioda doda 3.000 dolara, što će rezultirati krajnjom vrijednošću koja će biti 20.000 dolara. Iznos dodatne uplate i dividende biće poravnani (uplata – dividenda) prije izračunavanja povraćaja : $[((20.000 - 15.000) - 2.100) / 15.000] * 100 = 19,3\%$. Povraćaj holding perioda se izračunava za period od maksimalno 1 godine. Povraćaji holding perioda koji je manji od 1 godine mogu biti svedeni na godišnju vrijednost na sljedeći način:

$(AnnHPR) = (HPR * N) / n$, gdje je n-broj vremenskih perioda (npr. mjeseci) u toku perioda holdinga, N-ukupan vremenski period. Primjer: Persona je ostvarila stopa povraćaja od 6% na investiciju koja je trajala 129 dana. Njen investitorski savjetnik je implementirao na godišnjem nivou njenu stopa povraćaja na sljedeći način: $(AnnHPR) = (6/129) * 365 = 16,98\%$. Da je ova stopa ostvarena u periodu od dva mjeseca njena godišnja stopa bi bila: $(6/2) * 12 = 36\%$.

Nijesu svi povraćaji rezultat jednoperiodične investicije. Multiperiodični prosječni povraćaj izračunava se pomoću (proste) aritmetičke sredine stopa povraćaja ili sa (složenom) geometrijskom sredinom stopa povraćaja.

Kada se govori o prosječnoj stopi povraćaja, onda se misli uglavnom na aritmetičku prosječnu stopu povraćaja. Formula za aritmetički prosjek je: (Prosta stopa povraćaja) = (Suma stopa povraćaja)/n.

5.9.6.2. Vremenski ponderisana stopa povraćaja

Aritmetička sredina ne pravi razliku između tajminga povraćaja. Samim tim, ona ne može odrediti ni efekat "slaganja". Sa druge strane, vremenski ponderisana stopa povraćaja to može pomoću pretvaranja dolarskih iznosa, ostvarenih u toku podperioda investicije, u indekse povraćaja u bilo koji od ovih podperioda, čijim povezivanjem se dobija ukupna geometrijska (složena) stopa povraćaja investicije. Indeksirani podperiodični povraćaji su bazirani na vrijednosti investicije, kojoj nijesu dodati novi ulazi ili izvršen povraćaj novca. Svaki sljedeći podperiodični indeksirani povraćaj se određuje na osnovu povećane vrijednosti početnog perioda. Pretpostavimo na primjer da je investitor 1.januara imao vrijednost portfolia 10.000 dolara. 1.maja iste godine saldo portfolia je bio 10.500 dolara, kada je investitor dodao još 2.000 dolara. 31.decembra portfolijski bilans je bio 13.500 dolara. Indeksi podperioda portfolija su: $10.500/10.000=1,05$ i $13.500/12.500=1,08$. Ovi podaci podperioda mogu se pretvoriti u složene stope povraćaja određivanjem njihove geometrijske sredine.

Kada su kod složene investicije određeni stopa povraćaja ili indeksi podperioda, oni mogu biti pretvoreni u godišnju stopu povraćaja, određivanjem njihove geometrijske stopa povraćaja. Godišnja složena stopa povraćaja može se odrediti pomoću sljedeće formule, uz uslov da su podperiodipériodi manji od jedne godine: (Geometrijska stopa povraćaja) $=((1,05*1,08)-1)*100=13,4\%$. Ovaj broj predstavlja povraćaj ostvaren samo na početnu vrijednost investicije i ne odnosi se na cash flow-e koji su ostvareni u toku perioda investiranja.

Formula za određenje složene geometrijske stopa povraćaja čiji se podperiodi protežu na nekoliko godina je : (Geometrijska prosječna stopa povraćaja) $=(((1+R_1)*(1+R_2)*...*(1+R_n))^{1/n}-1)*100$, gdje je n-broj investitorskih perioda. Ove stope povraćaja podperioda su prvo pomnožene, a njihovim stepenovanjem sa recipročnim brojem investicionih perioda dobija se prosječna složena stopa povraćaja.

$(((1,1*1,112*0,92*1,15*1,09))^{1/5}-1)*100=7,28\%$.

Godišnju složenu stopu povraćaja od 7,28% uporedićemo sa aritmetičkom sredinom od 7,6% (iz primjera). Možemo primijetiti da je aritmetička sredina veća od geometrijske, što je skoro uvijek slučaj, zato što postojanje velikog broja podperioda uslovljava multipliciranje početnih uloga sa složenom kamatnom stopom, pri čemu je stopa za svaki period manja od jednostavne prosječne stope. Na primjer, ako imamo na početku investiciju koja je procijenjena \$ 500, a na kraju njena vrijednost bude \$ 550, njena prosječna kamatna stopa biće 10%, međutim, ako se početna investicija ukamaćivala kvartalno, složena stopa povraćaja biće 9,65%: $500*(1,024)^4 = \$ 550$. Prednost vremensk ponderisanog metoda za izračunavanje stopa povraćaja se zasniva na mogućnost poništavanja efekata, uplata i povraćaja učinjenih od strane investitora, a koji se nalaze van kontrole menadžera i koji mogu uticati na izvještaj rezultata portfolia. Poništenje ovih efekata predstavlja način da se izoluje i izmjeri menadžerov performans.

5.9.6.3. Dolarski ponderisana stopa povraćaja

Dok je vremenski ponderisani metod izrade stopa povraćaja bolji za upoređivanje dva portfolia ili dva menadžerska performansa (rezultata), ipak je potrebno odrediti taku

metoda, vremenski ponderisan metod ne prepoznaje vremenski promjenljivu vrijednost cash flow-a i zato ne predstavlja najbolji način za određivanje stopa povraćaja-a na uložena sredstva. Npr., posmatrajmo rezultate dobijene u odjeljku u kome se primjenjuje vremensko-ponderisani metod: tu nije bilo važno da li je stopa u prvom periodu bila 10%, a u trećem -8% ili je bilo obrnuto, jer bi i u obrnutom slučaju rezultat bio isti 7,28%. Međutim, ako u periodu od prvog do trećeg, investitor povuče dio svojih sredstava ili uplati nova, implikacija razlika će biti vrlo važna.

5.9.6.4. Ostali tipovi stopa povraćaja

Investitor može biti zbunjen metodom koji, kompanija u koju investira, koristi pri izračunavanju stopa povraćaja. Zato je Komisija za hartije razvila standardizovan metod izračunavanja stopa povraćaja, koji se svakodnevno objavljuje u sredstvima informisanja. Ona sadrži sedmodnevni prinos, sedmodnevni efektivni prinos, ukupni povraćaj i tridesetodnevni prinos.

Sedmodnevni prinos- Fondovi tržišta novca koji izvještavaju o veličini prinosa, moraju se bazirati na rezultatu na kraju sedmog dana, koji se saldiran mora nalaziti u obliku registrovanog dokumenta (kod kompanije i kod Komisije). Ova veličina iznosa dobija se na osnovu ostvarene razlike u cijeni akcije koja uključuje i sve objavljene dividende na te akcije, a izuzete su realizovane i nerealizovane kapitalne promjene i provizije. Ostvarena razlika podijeljena sa veličinom baznog iznosa određuje povraćaj baznog perioda. Ovaj povraćaj se analizira (obračunava na godišnjem nivou) množenjem sa brojem nedelja u godini ($365/7$), koji se zaokružuje na dvije decimale.

Npr., ako fond tržišta novca na NAV od 100 dolara ima sedmodnevni povraćaj od 0,00164 dolara i amortizovanu proviziju od 0,00027 dolara, to će rezultirati postojanjem dividendnog dohotka od 0,00137 dolara po 1,00 dolaru akcije. Sedmodnevni prinos se izračunava na sljedeći način: $0,00164 - 0,00027 = 0,00137$. Ovo je prinos baznog perioda od 7 dana, pa pogled na godišnji nivo zahtijeva sljedeća izračunavanja: $365/7 = 52,14$, $0,00137 * 52,14 = 0,0714$ ili 7,14%. Povraćaj od 7 dana predstavlja prosječnu aritmetičku godišnju stopu povraćaja, pošto je bazni period (godišnji podperiod) samo multipliciran vrijednošću sedmodnevnih perioda u toku godine. Sedmodnevni efektivni prinos, za razliku od sedmodnevnog prinosa koji predstavlja aritmetičku prosječnu godišnju stopu povraćaja, predstavlja složenu godišnju prosječnu stopu povraćaja. Povraćaj baznog perioda se izračunava na isti način kao i za obični sedmodnevni prinos, ali je onda pretvoren u efektivnu složenu stopu uz korišćenje sljedeće formule: Efektivni prinos = $((\text{povraćaj baznog perioda} + 1)^{\text{na } 365/7}) - 1$. Za prethodni primjer on će iznositi: $((0,00137 + 1)^{\text{na } 365/7}) - 1 = 0,074$ ili 7,4%.

Totalni povraćaj - pod ovim pojmom se podrazumijevaju sve dividende, distribucije i promjene u neto sadašnjoj vrijednosti u odnosu na iznos koji je investiran. Uzimajući u obzir samo sadašnje prihode (dividende ili distribucije) pri izračunavanju povraćaja, totalni prinos ukazuje na smanjenje povraćaja kada postoji gubitak u investiranju, a uključuje dobitak ostvaren kapitalnim prinosom. Razlika između tekućih prinosa i kapitalne dobiti određuju vrijednost totalne stopa povraćaja, a takode je važna za određenje obvezničkog portfolia. Ako je najveći dio visokih prinosa obvezničkog portfolia nastao usljed značajnog rasta kamatne stope, što predstavlja kapitalni dobitak, biće teško ili nemoguće dalje ostvarenje ovako visokih stopa povraćaja, zato što kamatna stopa ne može u nedogled rasti. S toga prošli rezultati investicija trebaju da se sagledaju iz perspektive faktora koji određuju totalni prinos. Zajednički fond, za razliku od fonda tržišta novca koji

manje od 10 godina. Totalni povraćaj se izračunava preko jednačine koja povezuje početno investiranu vrijednost i krajnju amortizovanu vrijednost (ERV). Krajnja amortizovana vrijednost se dobija iz jednačine koja ujedno služi i za određivanje buduće vrijednosti dolara: $ERV = P * [(1+t)^n]$ na n , gdje je P -početna uložena vrijednost, t -prosječni godišnji ukupni povraćaj, a n -broj godina. Rešenje ove jednačine po t daje godišnju prosječnu totalnu stopa povraćaja. Ovaj totalni prinos se određuje pomoću korišćenja različitih pretpostavki i podešavanja:

- Da je maksimalan iznos prodajnog opterećenja već oduzet iz početnog iznosa investicije i reinvestiranih dividendi;
- Da su sve dividende i distribucije reinvestirane;
- Da su oduzeta sva plaćanja tipa provizija i taksu koje se moraju platiti.

Tridesetodnevni prinos - zajednički fond, za razliku od fondova tržišta novca, koji može da prikaže bilo koji od svojih podataka, mora prikazati povraćaje tridesetodnevnog perioda, zaključno sa danom najskorijeg saldiranja koji se registruje.

30-dnevni prinos $= 2 * \{ [((a-b)/(c*d))^n] - 1 \}$, gdje a – predstavlja dividende ili kamate ostvarene tokom perioda trajanja investicije, b –sve troškove koji su se nagomilali tokom perioda investiranja, c -prosječan broj akcija koje su nenaplaćene u periodu kada su imali pravo da prime dividende, d -maksimalnu cijenu ponudenu posljednjeg dana za akciju tridesetodnevnog perioda.

5.9.7. Prilagođena (podešena) stopa povraćaja

Nominalna stopa povraćaja sama o sebi malo govori. Jedan od najznačajnijih faktora koji doprinosi određenju nivoa stopa povraćaja, je rizik koji se poduzima za ostvarenje željenih stopa povraćaja. Zato se pri svakoj analizi investitorskog rezultata mora pristupiti određivanju i prilagođavanju rizika.

Rizično prilagodljivi povraćaji – su stvarna mjera sposobnosti portfolio menadžera i mjeri se njegovom mogućnošću da postigne željenu stopu povraćaja minimizirajući rizik. Svako može slučajno da dobije džek pot, ako je spreman da poduzme veliki rizik. Isto tako, svakome se može desiti da odabere akciju koja će ostvariti fantastične rezultate, ali je teško, ako ne i nemoguće, da se to stalno događa. Jedan od najboljih metoda za prepoznavanje efekata rizika je kapitalno-inovinsko-cjenovni model koji je razvio profesor William Sharp⁸⁵. Ono utvrđuje vezu između investitorskog sistematskog rizika i povraćaja (Napomena: sistemski rizik je rizik koji je povezan sa tržištem, ne sa nekom individualnom hartijom od vrijednosti i on se ne može smanjiti običnim povećanjem broja hartija od vrijednosti). Rezultirajuća stopa povraćaja je ona koja će kompenzirati investitoru preuzimanje određenog nivoa rizika bazirane na CAPM formuli: $(R_e) = (R_f) + (R_m - R_f) * \beta$ (R_e)-očekivana stopa povraćaja, (R_m)-povraćaj na tržištu, (R_f)-bezrizična stopa povraćaja, hartija od vrijednosti ili portfolia.

Ova jednačina ukazuje da očekivana stopa povraćaja β ja (R_e) je funkcija dvije veličine: bezrizične stopa povraćaja (R_f) i premije za preuzeti rizik $(R_m - R_f) * \beta$. Što je veći rizik, veća je i premija. Veza između rizika i prinosa počinje sa β povraćajem za bezrizičnu investiciju, kojoj se dodaje premija za nivo sistemskog rizika hartija od vrijednosti. Ova β povezanost povraćaja i rizika može se ilustrovati pomoću linije tržišta-hartija od vrijednosti. Pretpostavljajući da je bezrizična stopa povraćaja 6%, $\beta = 0$, a tržišni povraćaj 12%, očekivana stopa povraćaja za bezrizičnu investiciju biće bezrizična stopa povraćaja. $(R_e) = 6 + (12 - 6) * 0 = 6$. Očekivana stopa povraćaja za investiciju koja ima nivo rizika isti kao

i na tržištu ($\beta = 1$), kao što su indeksni fondovi koji ulažu u recimo S&P 500, predstavljaju tržišnu stopu povraćaja. $R_e = 6 + (12 - 6) * 1 = 12\%$.

Pošto ova formula pretpostavlja diverzifikovani portfolio, SML (security market line) određuje odnos povraćaj-rizik, samo za preduzeti sistematski rizik. Nesistematski rizik može biti eliminisan kroz diverzifikaciju. Tri su kvantitativne tehnike za procjenjivanje rezultata, koji povezuju povraćaj sa rizikom: Sharpe, Treynor i Džensen-ovi indeksi. Svaki od njih izračunava mjeru uticaja (posljedice) rizika na rezultat investicije i služi i za procjenu tog rezultata.

5.9.8. Poresko-prilagodljivi povraćaji

Svaka stopa povraćaja, koja je ostvarena na neku investiciju, mora biti poreski podešena. Stopa povraćaja koja je važna za investitore, nije ona koja je ostvarena, već ona koja se dobija poslije oporezivanja. Dva najznačajnija aspekta koja su povezana za proces investiranja je poresko oslobođenje i odlaganje poreza.

Poresko oslobođenje obično predstavlja poreski status, kamatnog prihoda koji hartija od vrijednosti, izdata od lokalne samouprave, ostvaruje. Ako je hartiju od vrijednosti, izdatu u jednoj državi, kupio investitor-državljanin iste države, i ako se radi o hartiji od vrijednosti lokalne uprave, one će biti oslobođene poreza, kako na državnom, tako i na federalnom nivou (dvostruko poresko oporezivanje). Ako su, takođe, izuzete i od oporezivanja na nivou grada, one će spadati u grupu trostruko oporezivih hartija od vrijednosti. Korist od statusa poreskog oslobađanja može se odrediti pretvaranjem ostvarene stope koja se nije oporezivala u odgovarajuću oporezivu stopu ili obrnuto, što omogućava da se ove veličine uporede na istoj osnovi i utvrdi veličina te olakšice. Formula za određivanje poslije-oporezive stope povraćaja za dvostruko poresko oslobađanje investicije glasi: (Poslije-oporezivi povraćaj) = (Oporezivi povraćaj) * [(1 - FMTB) * (1 - SMTB)], gdje je FMTB - federalni marginalni poreski odjeljak, a SMTB - državni marginalni poreski odjeljak. Isto tako, formula za određivanje odgovarajuće oporezive stopa povraćaja uz dvostruko oporezivo oslobođenu investiciju je: (Oslobodivi povraćaj) = (Neoporezivi prinos) / ((1 - FMTB) * (1 - SMTB)).

Investitor sa fiksiranim prihodima mora čvrsto odlučiti da li će odabrati povraćaj oslobođen poreza investiranjem u obveznice lokalne uprave ili će ulagati u visoko-prinosne obveznice korporacija koje se oporezuju. Koristeći odgovarajući oporezivi prinos, ekspert za investicije može da povraćaje koji se ostvaruju na ova dva načina stavi u isti položaj na osnovu koje donosi odluku i predlaže klijentu šta izabrati.

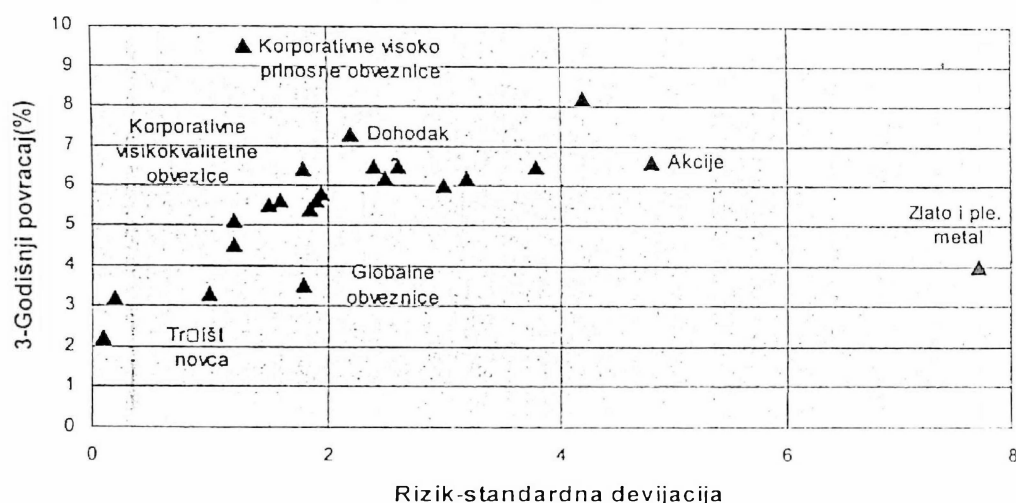
Odloženo oporezivanje predstavlja olakšicu koja se ostvaruje odlaganjem plaćanja poreza. Dolarski iznos poreskog odlaganja može se odrediti pomoću izračunavanja koja prevazilaze ovaj kurs. Dovoljno je reći da, što je viši nivo odložene stopa povraćaja, što se investitor nalazi u višem poreskom podioku i što je duži period odlaganja, veća će biti korist od te olakšice.

Inflaciono-prilagođeni povraćaj - dok visoka nominalna stopa povraćaja može zadovoljiti investitora, ovaj prinos mora biti ocijenjen i sa stanovišta inflacionog uticaja. Inflacija predstavlja skriveni porez, koji se plaća na nominalnu stopu povraćaja, a ne na realnu stopu povraćaja. To znači, da investitor plaća porez na povraćaj, koji u stvari ne predstavlja dobitak, koji se ostvaruje pri investiranju. Da bi se odredila inflaciono podešena stopa povraćaja, koristi se sljedeća formula: (Inflaciono-podešeni povraćaj) = $\frac{(1+i)}{(1+r)} - 1$ * 100, gdje je i - nominalna kamatna stopa, r - stopa inflacije. Primjer: investitor je ostvario povraćaj od 10% uz inflaciju od 3%. Realna stopa povraćaja biće: $\frac{(1,1)}{(1,03)} - 1$ * 100 = 6,79%.

Poslije-oporeziva inflaciono-prilagodljiva stopa povraćaja - dvostruki efekat poreza i inflacije može se izračunati korišćenjem veličina koje smo već obradili. (Poslije-oporezivi inflaciono-prilagodljivi povraćaj) = $\{ [1 + ((1-t)*i)] / (1+r) - 1 \} * 100$, gdje je t- marginalna poreska stopa, stopa povraćaja, a r-stopa inflacije. Primjer: investitor koji se nalazi u poreskom podioku sa 31%-om na federalnom nivou, ima \$12 000 u fondu tržišta novca, koji ostvaruje stopa povraćaja od 5%, uz inflaciju od 3%. Neto poslije-oporeziva inflaciona stopa je: $\{ 1 + [(1-0,31)*0,05] / 1,03 - 1 \} * 100 = 0,44\%$. Investitor je ostvario neto stopa povraćaja od 0,44%, što znači manje od polovine 1%, poslije oduzimanja poreza i uticaja inflacije.

5.9.9. Linija tržišta kapitala za zajedničke fondove

Naredna slika pokazuje relacija između rizika i povraćaja i prikazuje grafik trogodišnjih performansi zajedničkih fondova u januaru 1999 godine (grupisanih po ciljevima) i njihove rizike mjerene standardnom devijacijom. Kao indikator, aktuelna relacija rizika i nagrade podsjeća na teoretsku liniju tržišta kapitala pri čemu viši povraćaj asocira na viši rizik.



Sl. 5.18. Rizik-standardna devijacija

Fondovi sa najnižim povraćajem su fondovi tržišta novca, kao što bi se moglo očekivati sa poreski oslobođenim fondovima 2.29 % i oporezivi fondovi koji su neznatno viši. Upadljiva anomalija je ovdje – spoljni uticaj – kao korporativno visoko prinosni obveznički fondovi, čiji je obrt 9.52 % u povraćaju sa nižim rizikom tokom trogodišnjeg perioda i fondovi sa zlatom i plemenitim metalima, čiji povraćaj je bio niži i rizik viši.

Ovo je važno za razumijevanje onog što doprinosi spoljnjem polažaju performansi čime se može izbjeći pogrešno tumačenje razloga koji su se desili. Visoke performanse rizika i povraćaja korporativnih visoko-kvalitetnih obveznica ne dopijevaju potpuno uz pad globalne kamatne stope, počev od korporativnih visokokvalitetnih obveznica koje ne produkuju jednostavan racio performansi.⁸⁶ Neka pojedinačna događanja ostvaruju se i sa obveznicama. U ovom slučaju, redukcija u premiji rizika za visoko-prinosne obveznice bi bila ispitivana za njihove efekte na potpuni povraćaj ovih obveznica.

VI Portfolio alokacija

6.1. Alokacija aktive - definisanje portfolia

Imovinska ili alokacija aktive je raspodjela raspoloživih fondova između brojnih kategorija ili klasa aktive poput akcija, obveznica, gotovine, nekretnina i dr. Alokacija aktive pokušava raspodijeliti fondove idući u susret potrebama pojedinačnog klijenta i efektima periodičnih tržišnih fluktuacija.⁸⁷ Zbog ovakvog pristupa imovinskoj alokaciji potrebno je sagledati tipičnu preporuku popularne finansijske publikacije: « Preporučujemo da klijenti 20% ulažu u novčano tržište, 30% u intermedijalne terminske obveznice i 50% u akcije tekućeg perioda ». Dok je ovaj tip preporuke opšti i može biti aktuelno dobar savjet za mnoge investitore, finansijske okolnosti individualnog klijenta, njegove ciljeve, znanja, kapacitet rizika su jedinstveni pa jednodimenzionalan pristup alokaciji aktive ne daje univerzalnu satisfakciju. Alokacija aktive je više umjetnost nego nauka i nije standardizovana sa jedinstvenim pristupom i rebalansiranjem. Mnogi modeli alokacije su bazirani na širokim imovinskim kategorijama i pretpostavkama o klijentu. Stoga, sugestije o alokaciji široko variraju između investicionih savjetnika.

Na prethodnim stranicama rada je opisan metod ocjene kvantitativnih karakteristika individualnih investicija i efekata njihove kombinacije sa ostalim investicijama sa sličnim i nesrodnim karakteristikama. Alokacija aktive polazi od evaluacije i selekcije individualnih investicija ka višim strateškim zadacima determinisanim: (1) Klasifikacijom investicija koja je najcjelishodnija za klijenta i (2) Raspodjelom ili alociranjem aktive klijenta između više klasa na putu posmatranih očekivanja o budućim ekonomskim i tržišnim uslovima uz ostvarivanje odgovarajućih pogodnosti diverzifikacijom. U tom smislu investiciona strategija podrazumijeva visoki nivo osmišljavanja za ostvarivanje klijentovih investicionih ciljeva.

Spoznaja diverzifikacije je prvi korak imovinske alokacije. Alokacija aktive pokazuje kako podijeliti sopstveni novac između različitih tipova zajedničkih fondova. Ali, ponekad se termini alokacija aktive i diverzifikacija koriste kao sinonimi i zbog toga se nerijetko stvara konfuzija među investitorima zajedničkih fondova. Zajednički fondovi predstavljaju diverzifikovano investiranje – znači da investiraju u raznovrsne hartije – ali ne moraju uvijek investirati u različite klase aktive. Koje su klase imovine u pitanju? Jedno su akcije odnosno svi tipovi akcija. Ostalo su dužničke hartije od vrijednosti sa fiksnim prihodom poput obveznica, hartija sa tržišta novca ili sertifikata o depozitu. Investitori u fondove raspolazu sa dva modela za rukovanje imovinskom alokacijom. Jedan je investiranje u različite tipove fondova poput različitih akcijskih i obvezničkih fondova. Drugi je investiranje u zajednički fond koji će izvršiti njihovu mješavinu u ime i za račun investitora.⁸⁸

Zašto je alokacija aktive izuzetno važna? Analizom sledeće tabele koja prikazuje kako bi ulaganje od 10. 000 dolara poraslo na kraju 10-te godine u periodu decembar 1986 godine – decembar 1997 godine. Koristeći raznovrsne alokacije aktive dolazimo do odgovora na ovo pitanje.

Alokacija	aktive	Rast 10,000 dolara
0%Trezorski zapis	100%Akcija	11,305.31
10%Trezorski zapis	90%Akcija	11,882.68
20%Trezorski zapis	80%Akcija	12,460.04
30%Trezorski zapis	70%Akcija	13,037.41
40%Trezorski zapis	60%Akcija	13,614.78
50%Trezorski zapis	50%Akcija	14,192.15
60%Trezorski zapis	40%Akcija	14,769.52
70%Trezorski zapis	30%Akcija	15,346.89
80%Trezorski zapis	20%Akcija	15,924.25
90%Trezorski zapis	10%Akcija	16,501.62
100%Trezorski zapis		17,078.99

Desetogodišnje zarade 31.dec.1964 – 31.dec1974.

Tabela 6.1. Alokacija aktive⁸⁹

Kao što se može vidjeti razlika između ulaganja u portfolio trezorskih hartija i portfolio akcija je dramatična. Faktički, svaka 10-to procentna alokacija u ove hartije redukovala bi povraćaj za 7 %. Mnogi finansijski eksperti koriste ovu tabelu za prikaz najboljeg ulaganja portfolioja u akcije kao hartije od vrijednosti. Ali, prije bilo kakvog ulaganja treba imati u vidu dvije stvari. Prvo, tretirani period predstavlja najsnažniji period u istoriji tržišta akcija. To se potvrđuje ako se pogleda period od decembra 1964 godine do kraja 1974 godine koji je korišćen za uporednu analizu.

Alokacija	aktive	Rast 10,000 dolara
0%Trezorski zapis	100%Akcija	52,443.26
10%Trezorski zapis	90%Akcija	48,910.05
20%Trezorski zapis	80%Akcija	45,376.84
30%Trezorski zapis	70%Akcija	41,843.63
40%Trezorski zapis	60%Akcija	38,310.42
50%Trezorski zapis	50%Akcija	34,777.21
60%Trezorski zapis	40%Akcija	31,244.00
70%Trezorski zapis	30%Akcija	27,710.79
80%Trezorski zapis	20%Akcija	24,177.58
90%Trezorski zapis	10%Akcija	20,644.37
100%Trezorski zapis		17,111.16

Desetogodišnje zarade 31.dec.1986 – 31.dec1997.

Tabela 6.2. Alokacija aktive⁹⁰

Drugo, prije ulaganja u hartije od vrijednosti treba imati adekvatnu opreznost kako bi investitor bio svjestan da široki povraćaj dolazi sa troškovima višeg nivoa rizika. Interesovanje za alokaciju aktive dobija na značaju nakon berzanskog kraha 1987 godine. Tada je to bio prikaz da investiranje preko različitih klasa aktive redukuje globalno

⁸⁹ Lipper Analytical Services

⁹⁰ "Wall Street Journal" "The Best-Performing MPA in Investing" no. 172

promjenljivi portfolio na nižem nivou nego što je bilo očekivano od samog tržišta akcija. Ostvareni benefiti od alokacije aktive proporcionalni su portfoliju fonda koji je morao biti investirani u različite tipove kategorija aktive. Prije alokacije fondova na različite klase, uvijek, savjetnik mora realizovati tri stvari:

- Razumijevanje klijenta;
- Razumijevanje vremenskog okvira unutar koga će biti ostvareni ciljevi klijenta;
- Rad sa klijentom na razvoju i održavanju investicione politike;

6.1.1. Identifikovanje potreba klijenta

Ljudi traže investicione savjetnike iz različitih razloga. Neki mogu željeti pomoć zbog specifičnih investicionih problema, dok ostali mogu biti razočarani svojim gubitkom tekuće stope povraćaja. Jedan broj investitora će biti u stanju neizvjesnosti u vezi sa poreskim konsekvencama. Mnogi imaju finansijske izvore ali nijesu sigurni u način pristupa finansijskim tržištima. Svrha konsaltinga je procjena njihove situacije i razvoj pogodnog plana za ostvarivanje njihovih investicionih ciljeva. Minimum koji se mora imati u vidu kada su u pitanju ciljevi klijenta ogleda se kroz:

- Investicione ciljeve i vremenski horizont;
- Nivo tolerancije rizika;
- Potreba za likvidnošću i fleksibilnošću;
- Investiciona iskustva i ekspertize;
- Stabilnosti personalnog prihoda;
- Portfolio personalnih potreba;
- Položaj prema potrošnji glavnice;
- Raspoložive finansijske resurse;
- Očekivanja od portfolija;
- Poreska zabrinutost i zakonske odluke.

Sposobnost da sasluša ono što klijent želi da kaže je esencijalna vještina investicionog savjetnika prilikom upoznavanja klijenta. Na kraju ono što savjetnik sazna od klijenta će biti osnov za sledeće investicione preporuke. S toga, najbolji savjetnik sluša i razumije, kako bi mogao da pruži najbolje preporuke.

6.1.2. Faktor vrijeme

Dio spoznaje klijenta je i prepoznavanje njegovog vremenskog horizonta. Potrebno je identifikovati da li je u pitanju kratkoročni investitor ili neko čije se perspektive pružaju u dalju budućnost? Vrijeme je po Rodžeru Gibsonu jedna od najvažnijih dimenzija procesa upravljanja novcem.⁹¹ Vrijeme pravi mogućnosti za performanse prosječnog udruživanja sa pojedinačnim tipovima investicija koje bi trebale biti realizovane. S toga je vrijeme moguće konvertovati u drugačije neprikladne investicije u cjelishodnim slučajevima.

Duži period držanja, pri višegodišnjim standardnim devijacijama (mjera disperzije povraćaja je oko sredine) opada i više liči prosječnoj stopi povraćaja koja je stabilizovana oko istorijskog dugoročnog prosjeka. Vrijeme je to koje obezbjeđuje mogućnost da se za godine visokog povraćaja van perioda nižeg povraćaja ili gubitaka ostvaruju odgovarajući rezultati. Periodične tržišne fluktuacije postaju sve manje i manje važne kako se širi vremenski horizont. Takođe, duže vrijeme do ostvarenja ciljeva klijenta, veći broj

investicionih kategorija su prihvatljivi za razmatranje. Konsekventno posmatrano, riskantije investicije uvijek mogu rezultirati povremenim gubicima. Visoki pozitivni povraćaji u ostalim periodima omogućavaju investicioni povraćaj koji je blagi pomak u odnosu na ostale, više konzervativne, tipove investicija. Stoga investitori mogu biti spremni da dozvole odradivanje investicionog procesa za njih ukoliko očekuju da će zadržati kupovnu snagu svojih investicija i ostvariti svoje investicione ciljeve. Ovo je naredni razlog koji savjetnici moraju razumjeti prilikom tretiranja očekivanja klijenta, bilo da su ona dugoročno ili kratkoročno povezana i ustanovljena. Imajući prethodno u vidu za tekuće cijene se može reći da reprezentuju konsenzus različitih očekivanja svih učesnika na tržištu. S toga je faktor vrijeme, u praksi, sublimacija fundamentalnih i tehničkih metodologija pomiješanih poslovnih analiza sa tehničkim projekcijama.⁹²

6.1.3. Uloga investicione politike

Proces alokacije donosi zajedno nekoliko koraka koji tretiraju integrativne ciljeve klijenta sa ekstenzivnom listom o investicionim izborima. Jedan od najvažnijih koraka je razvoj investicione politike. Investiciona politika je pisani dokument koji opisuje svrhu portfolija i obezbjeđuje set direktiva i parametara koji se koristi od strane menadžmenta. To uključuje investicione ciljeve klijenta, preuzimanja, očekivanja i standarde performansi.⁹³ Kao i uvijek, to je bazirano na razvoju, upravljanju i reviziji portfolija. Investiciona politika bi uključivala, ali ne bi bila ograničena sledećim odlukama o:

- Finansijskim ciljevima;
- Investicionim ciljevima ili svrhom portfolija;
- Stepenu diverzifikacije;
- Tipovima investicije koje treba izbjeći;
- Stepenu rizika (individualne investicije i globalan portfolio);
- Stepenu bezbjednosti glavnice;
- Reinvestiranju periodičnih zarada;
- Stepenu likvidnosti/marketibilnosti;
- Poreskim odlukama (agresivne ili konzervativne, alternativni minimalni porez, pasivni vs. portfolio prihod);
- Željenim stopama povraćaja (individualne investicije ili ukupni portfolio);
- Odstupanjem povraćaja koji može biti tolerisan;
- Standardnim performansama dimenzija;
- Kriterijumima za pravljenje promjena u portfoliju;
- Kontrolnom i zakonskom razmatranju;
- Stepenu involviranja klijenta u portfolio menadžment;

Razvoj investicione politike pomaže klijentu u spoznaji njegovih ciljeva i uspostavljanju realističkih očekivanja, koje daju postojeće okolnosti. Jedna od politika može biti razvojna i to je odgovornost portfolio menadžera u nastavku upravljanja portfoliom. Politika daje menadžeru kriterije na osnovu kojih bazira investicionu analizu i selektuje hartije od vrijednosti. Sistemski pristup može biti uzet ka upravljanju portfolijom, pri čemu menadžer razmatra kako će se jedna promjena odraziti na kompletan portfolio i kako se to može odraziti na portfolio strategiju, nivo rizika, očekivanu stopu povraćaja i dr., dosledno investicionim ciljevima klijenta. Investiciona politika je pojedinačno vrijednosna tokom perioda ekonomske i tržišne nestalnosti. To je

⁹² Dorf C. R.: "The New Mutual Fund Investment Advisor", pg. 115

⁹³ C. R. Dorf: "Mutual Funds and Limited Partnership to Your Life Insurance Clients", pg. 154

vrijeme kada klijenti i neki profesionalci svojim smislom upravljanja izbjegavaju gubitke. Svaki iskusni investitor nastoji da u periodu nestalnosti ne fiksira vrijeme kada je moguće napraviti strateški portfolio promjena. Investiciona politika redukuje tendencije investitora ili menadžera preko reagovanja na kratkoročne događaje. To uključuje parametre portfolija bazirane na objektivnim iskustvenim podacima umjesto neumjerenih očekivanja i njihovu primjenu od strane portfolio menadžmenta. U tom smislu, poput kompasa, treba svesti emocije klijenta na umjereni nivo i obezbijediti upravljanje od strane menadžera.

6.2 Implementacija imovinske alokacije

Jedinstvena investiciona politika se razvija i odobrava od strane klijenta pri čemu investicioni menadžeri mogu otpočeti proces alokacije aktive. Ovaj zadatak ima tri esencijalne aktivnosti:

1. Identifikacija klase aktive (akcije, obveznice, nekretnine i td.) koja je pogodna za klijenta data je direktivama investicione politike;
2. Determinisanje klase imovine optimalne za portfolio klijenta i proporcija u koje fondove bi bila alocirana;
3. Selekcija individualnih investicija;

Alokacija aktive počinje razumijevanjem karakteristika na različite klase investicija, otuda će veoma rijetko jedna klasa investicija posjedovati sve karakteristike koje su u skladu sa željama investitora. Tradicionalno, postoje tri primarne klase aktive korišćene u alokaciji portfolija: akcije, obveznice i gotovina. Ostale klase imovine dobijaju na popularnosti, uključujući nekretnine, plemenite metale i internacionalne akcije. Savjetnici moraju identifikovati nekoliko različitih klasa investicija koje imaju željene karakteristike konzistentne sa investicionom politikom.

U procesu procjene savjetnici upoređuju faktore investicionih alternativa i često moraju odlučiti o razmjeni faktora u selekciji investicija koji trebaju biti kompatibilni sa potrebama klijenta. Rezultat je kombinacija investicija koja će potencijalno obezbijediti globalno ponašanje željenog portfolija. Tabela br.6.3. prikazuje matricu karakteristika koje generalno asociraju na različite klase investicija, dok tabela 6.4 daje listu nekoliko karakteristika klijenata koje mogu biti relevantne za njihove investicije i korespondiraju sa listom potencijalne klase investicija koja ide u susret njihovim potrebama. To je važno podsjećanje da karakteristike koje dodjeljuje matrica generaliziju klasu investicija i stoga se individualne investicije unutar određene kategorije aktive ne moraju izvršavati na isti način. Prethodna analiza neke specifične investicije mora biti izvedena za ocjenu stvarnog doprinosa određenom portfoliju.

	Vremenski okvir	Marketski likvidnost	Bezbednost glavnice	Nivo rizika	Izvor rizika	Oporezivanje	Periodični gotovinski tok	Varijabilni gotovinski tok	Povećanje kapitala	Plaćanje troškova (%)	Ekvivalentni (p ₀)	Inflaciona deflacija	Raspoloživa moć	Minimalne investicije	Distinkcija	Likvidni menadžment
Bankarski štedni račun	S	H	H	L	PP	OI	X	L		0	3+			Sm	Q	L
Sertifikat o depozitu	V		H, V	L	R, PP	OI	X	L		0	3-12	d		100	Q	
Ekvivalentne štedne obveznice	L	H	H	L	PP	OI, TD				0	4+	d		25		L
Visoko-štedne obveznice	L	H	H	L	PP	OI	X	L		0	6	d		500	SA	L
Zajednički fondovi tržišta novca	S	H	H	L	R	OI	X	m		0	3-12	e		1,000	Mo	L
Tržorski zapisi	S	H	H	L	R, I	OI				0-1	5-10	e	X	10,000		L
Tržorske obveznice	V	H	V	V	R, I, PP	OI, CG	X	L		0-1	5-12	d	X	1,000	SA	L
Obveznice lokalne uprave	V	H	V	V	R, C, I, PP	TF, CG	X	L		1-3	4-9	d	X	5,000	SA	L
Korporativne obveznice	V	H	V	V	C, R, I, PP, E	OI, CG	X	L		1-3	5-12	d	X	1,000	SA	L
Obveznice sa obelježjem																
Multi kupon	V	H	V	V	C, I, PP, E	OI, CG				1-3	5-12	d		V		L
Diskont	V	H	V	V	I, PP, R, E	OI, CG	X	L	X	1-3	8-12	d		V	SA	L
Konvertibilne	L	H	m	m	I, PP, R, B, M, E	OI, CG	X	L	X	1-3	8-20	d, i		1,000	SA	m
Preferencijalne akcije	V	H	m	L/m	B, M, I, PP	OI, CG	X	L	X	1-5	5-15		X	Sm	Q	m
Dohodno obične akcije	V	H	m	L/m	B, I, M	OI, CG	X	L/m	X	1-5	5-15	i	X	Sm	Q	m
Rastuće obične akcije	V	H	L/m	m	B, M	OI, CG	X	m	X	1-5	5-20	i	X	Sm	Q	m
Agresivno rastuće obične akcije	V	H	L	m/H	F, B, M	CG			X	1-5	+		X	Sm		H, m
Zlato	V		L	H	I, M	CG			X	+/-	+	i		Sm		m
Kolekcija	L	V	L	H	M	CG			X	+/-	+	i		Sm		H
Vekretnine:																
Akcije	V	H	m	m	B, M	OI, CG	X	L/m	X	2-3	4-12	i		Sm	Q	m
Hipoteka	V	H	m	m	F, I, PP, R	OI, CG	X	L/m		2-3	4-12	d	Sm	Q	m	
Partnerstvo	L	L	L	V	F, B, M	OI, CG	X	H	X	8+	+	i		5,000	Q	L
čenta	L	L	m	V	B, I, R, M, F	OI, CG	X	m	X	10	+	i	X	V	Mo	H
Udružina nacionalna hipotekarna asocijacija	V	H	V	m	R, I, PP	OI, CG	X	m		1-3	7-14	d	X	25,000	Mo	L
edinstvena premija dloženog anuiteta	L		H	L	PP	TD				V	5+	d		5,000		L
Varijabilno životno osiguranje	L		m	m	B, M, I	TD			X	V	5-15	d, i		V		m
Univerzalno životno osiguranje	L		H	L	R	TD				V	5-12			V		L
Učesni ugovori	S	V	L	H	M	CG			X	fee	+	i	X	2,000		H
Opције	S	V	L	H	B, M	OI, CG			X	2-10	+		X	Sm		H

B	=Posao	II	=Visok	OI	= Običan dohodak	TD	=Odloženi porez
C	=Po pozivu	I	=Kamatna stopa	PP	= Kupovna moć	TF	=Osloboden od poreza
CG	=Kapitalna dobit	i	=Inflacija	Q	=Kvartalni	V	=Promjenjiv
d	=Deflacija	L	= Dug/nizak	R	=Reinvestiranje	X	=Raspoloživ
E	=Dogadaj	M	= Tržište	S	=Kratkoročni	+	=Široki rang
e	=Ekvivalentan	m	= Umjeren	SA	=Polugodišnji		
					=Kali		

	Vremenski okvir	Marketskihodnost likvidnosti	Bezbjednost glavnice	Nivo rizika	Izvorni rizika	Oporavnje	Periodični gotovinski tok	Varijabilni gotovinski tok	Povećanje kapitala	Sticanje troškova (%)	Očekivani prihod (%)	Inflacija deflacija	Raspoloživa moć	Minimalna investicija	Distinkcija	Licni menadžmet
Bankarski štedni račun	S	H	H	L	PP	OI	X	L		0	3+			Sm	Q	L
Šertifikat o depozitu	V		H, V	L	R, PP	OI	X	L		0	3-12	d		100	Q	
Ekvivalentne štedne obveznice	L	H	H	L	PP	OI, TD				0	4+	d		25		L
Visoko-štedne obveznice	L	H	H	L	PP	OI	X	L		0	6	d		500	SA	L
Čajednički fondovi tržišta roveca	S	H	H	L	R	OI	X	m		0	3-12	e		1,000	Mo	L
Prezorski zapisi	S	H	H	L	R, I	OI				0-1	5-10	e	X	10,000		L
Prezorske obveznice	V	H	V	V	R, I, PP	OI, CG	X	L		0-1	5-12	d	X	1,000	SA	L
Obveznice lokalne uprave	V	H	V	V	R, C, I, PP	TF, CG	X	L		1-3	4-9	d	X	5,000	SA	L
Korporativne obveznice	V	H	V	V	C, R, I, PP, E	OI, CG	X	L		1-3	5-12	d	X	1,000	SA	L
Obveznice sa obelježjem																
Nulli kupon	V	H	V	V	C, I, PP, E	OI, CG				1-3	5-12	d		V		L
Diskont	V	H	V	V	I, PP, R, E	OI, CG	X	L	X	1-3	8-12	d		V	SA	L
Convertibilne	L	H	m	m	I, PP, R, B, M, E	OI, CG	X	L	X	1-3	8-20	d, i		1,000	SA	m
Preferencijalne akcije	V	H	m	L/m	B, M, I, PP	OI, CG	X	L	X	1-5	5-15		X	Sm	Q	m
Dohodno obične akcije	V	H	m	L/m	B, I, M	OI, CG	X	L/m	X	1-5	5-15	i	X	Sm	Q	m
Rastuće obične akcije	V	H	L/m	m	B, M	OI, CG	X	m	X	1-5	5-20	i	X	Sm	Q	m
Agresivno rastuće obične akcije	V	H	L	m/H	F, B, M	CG			X	1-5	+		X	Sm		H, m
Zlato	V		L	H	I, M	CG			X	+/-	+	i		Sm		m
Kolekcija	L	V	L	H	M	CG			X	+/-	+	i		Sm		H
Vekretnine																
Akcije	V	H	m	m	B, M	OI, CG	X	L/m	X	2-3	4-12	i		Sm	Q	m
Ipoteka	V	H	m	m	F, I, PP, R	OI, CG	X	L/m	X	2-3	4-12	d	Sm	Q	m	
Partnerstvo	L	L	L	V	F, B, M	OI, CG	X	H	X	8+	+	i		5,000	Q	L
čenta	L	L	m	V	B, I, R, M, F	OI, CG	X	m	X	10	+	i	X	V	Mo	H
ladina nacionalna ipotekarna asocijacija	V	H	V	m	R, I, PP	OI, CG	X	m		1-3	7-14	d	X	25,000	Mo	L
edinstvena premija dloženog anuiteta	L		H	L	PP	TD				V	5+	d		5,000		L
arijabilno životno osiguranje	L		m	m	B, M, I	TD			X	V	5-15	d, i		V		m
niverzalno životno siguranje	L		H	L	R	TD				V	5-12			V		L
ucers ugovori	S	V	L	H	M	CG			X	fee	+	i	X	2,000		H
ipcije	S	V	L	H	B, M	OI, CG			X	2-10	+		X	Sm		H

B	=Posao	H	=Visok	OI	= Običan dohodak	TD	=Odloženi porez
C	=Po pozivu	I	=Kamatna stopa	PP	= Kupovna moć	TF	=Osloboden od poreza
CG	=Kapitalna dobit	i	=Inflacija	Q	=Kvartalni	V	=Promjenjiv
d	=Deflacija	L	= Dug/nizak	R	=Reinvestiranje	X	=Raspoloživ
E	=Događaj	M	= Tržište	S	=Kratkoročni	+	=Široki rang
e	=Ekvivalentan	m	= Umjeren	SA	=Polugodišnji		

kanalisani. Neke klasične studije utvrđuju da oko 93 % stope povraćaja portfolija može biti pripisan alokacijom proporcije adaptibilnom za investitora. Ostatak od 7 % povraćaja moguće je pripisati individualnoj alokaciji aktive i vremena kao faktora na tržištu. To je selekcija akcijsko/obvezničke alokacije u proporciji 60% : 40% umjesto 70% : 30% što će imati veće efekte u rezultirajućoj stopi povraćaja u odnosu na buduću selekciju pojedinačnih hartija ili vremenski napor tržišta.

Jedna važna konsekvencija ovih zaključaka je da akcije moraju konstituisati značajan dio portfolija koji zahtijeva visok dugoročni povraćaj. To je teška, ali ne i nemoguća alokacija samo male proporcije portfolija akcija koji još ostvaruju visoke povraćaje naporne selekcije jedino akcija sa superiornim performansama. Alokacioni mix je uglavnom determinisan dugoročnim portfolio povraćajem na što će, takođe, imati jak uticaj nestalnost kratkoročnog portfolija. Konačan broj investicionih klasa i iznos investiran u svaku klasu mora biti baziran na klijentovoj pojedinačnoj situaciji, uključujući njegove investicione ciljeve, nivo tolerantnog rizika, vremenski horizont i ostale demografske i portfolio faktore.

Duži investiciono - vremenski horizont i viši iznos su pogodni za alokaciju akcija. Dok akcijski povraćaj može varirati iz jedne godine u drugu, moguće je obezbijediti više stope povraćaja kada se drži duži vremenski period. Klijenti sa kratkoročnim potrebama za likvidnošću su savjetovani da drže imovinu ekvivalentnu svojim potrebama u formi fondova tržišta novca. Inače, oni bi bili u nepoželjnoj poziciji prilikom prodaje akcija po nepovoljnim cijenama idući u susret svojim gotovinskim obavezama.

Iznos gubitka kojim klijent može upavljati u nekom periodu je dobar indikator za njegovu toleranciju rizika. Na nižem nivou tolerancije rizika biće šire klase imovine u portfoliju sa istorijski nižim opadajućim rizikom i nižom alokacijom neke imovinske klase. Diverzifikacija između klasa imovine pomaže uspostavljanju više stabilne stope povraćaja. Time se, takođe, redukuju varijacije u povraćaju i smanjuje šansa za gubitak u nekom datom periodu.

Za investitora sa ciljevima od kojih su suštinski, akumulacija aktive u fond za lično obrazovanje ili uplata prve rate za stan, su više stabilne imovinske klase koje će vjerovatno biti selektovane. Penzionisani investitori, na primjer, mogu biti obaviješteni o promjeni nekih fondova nekretnina u investicione klase aktive sa stabilnijim gotovinskim tokom i manjim cikličnim ponašanjem.

Investitor koji želi da izbjegne široke tržišne korekcije, posjedujući siromašno iskustvo sa pojedinačnim tipom investicija ili jednostavno iskazujući potrebu za stabilnim i pouzdanim tokom periodičnog prihoda može koristiti restrikcije svog portfolija za specifične klase imovine. Na primjer, klijent kome je potreban prihod saglasan mjesečnim potrebama može formulisati svoju investicionu politiku sa portfolijom koji će biti alocirani između fondova sa fiksnim prihodom i preferencijalnim akcijama. Ostali investitori mogu preferirati kapitalnu dobit preko tekućeg dohotka i stoga reducirati alokaciju prema tome na investicije sa fiksnim dohotkom. Investitori koji imaju personalne prihode koji zavise od pojedinačnog izvora ili visoku proporciju sa njihovim bogatstvom, obustavljaju ulaganja u jednoličnu aktivu čime izbjegavaju neke investicione klase koje koreliraju sa visinom tih izvora.

Finansijske publikacije i poslovni mediji regularno proglašavaju imovinsku alokaciju u formi pravila »palca«, matrica i ostalim pravilima odluka baziranim na starosnoj dobi investitora, poslovnom ciklusu, kategoriji investitora, veličini tržišta i ostalim kriterijumima.

Nije neuobičajeno pogledati investiciono povezane članove koje direktni čitaoci nalaze u jednostavnoj identifikaciji kategorija koje reprezentuju njihovu starosnu granicu i nivo tolerancije rizika. (kao na slici 6.1.).

S T A R O B S N A	+65	100% fiksni prihod		60% fiksni prihod
		0% akcije		40% akcije
	40-65		50% fiksni prihod	
			50% akcije	
	20-39	40% fiksni prihod		0% fiksni prihod
		60% akcije		100% akcije
		Nizak	Visok	
		Nivo tolerantnog rizika		

Sl.6.1. Alokacioni selektor

Na žalost, ova generalna preporuka se ne može identifikovati kao mnoge dimenzije potreba klijenta, poput svih važnih testova investicionih pogodnosti. Odluka o alokaciji ulativno zavisi od različitih specifičnih informacija klijenta, poznavanja tržišta i dobre procjene. Najmanje dva od postojeća tri kritična elementa su greške nastala iz pristupa formule opisane u tabeli. Ukoliko imovinska alokacija nije podložna jednostavnoj formuli, to je takode važno napuštanje prilike. Ne može se preuzeti konstatacija da je portfolio jednostavno diverzifikovan zato što sadrži mnoge različite tipove investicija. Ovo je specijalno istinito kada zajednički fondovi grade blokove portfolia klijenta. Fondovi sa različitim investicionim ciljevima, mogu i nerijetko držati mnogo istih hartija od vrijednosti. Na primjer, menadžer široko diverzifikovanog akcijskog fonda može držati širok blok, na primjer, AT&T akcija. Menadžer »sektorskog fonda«, kada su komunikacije u pitanju, može uraditi isto. Klijent koji posjeduje oba fonda dobija manje u odnosu na diverzifikaciju koja je preuzeta. U nastavku problem se preklapa sa individualnim holdingom hartija od vrijednosti pa zajednički fondovi mogu kreirati alokaciju u skladu sa željama klijenta u pogledu klase aktive. Nenamjeravana i nerealizovana alokacija se može dogoditi ako menadžeri fonda promijene jednostavnu proporciju portfolija u specijalizovani tržišni sektor ili ostale investicione klase u reakciji na kratkoročne tržišne uslove.

Provjeravanje aktive i selekcija zahtjeva je više nego jednostavan izbor investicija sa najvišom očekivanom stopom povraćaja ili izborom poslednje »vruće« investicije. Provjeravanje i selekcija je, faktički, sistematičan proces koji počinje listama važnim za svaki tip investicije a završavaju se identifikacijom specifičnih investicija koje posjeduju sve pozitivne karakteristike konzistentne sa potrebama investitora. Provjera i procjena aktuelnih investicija uključuju:

- Tekući portfolio holding, koji bi bio ocijenjen na bazi njihovih prethodnih performansi i budućih prospekata;
- Nove investicije za posmatrani portfolio;

Informacije i statistički podaci za investicije se objavljuju u odgovarajućim statističkim izveštajima poznatih analitičkih kuća. Ostali izvori informacija uključuju

kompaniji. Dok je račun informacija prilagodljiv različitim veličinama kompanije emitenta, zajedničkih fondova, partnerstava ili institucija, ekvivalentno dobar kao i tekuća popularnost ovog tipa investicija, pri čemu oskudica informacija obično nije problem. Više od toga, odabir kroz ograničeni volumen informacija je viši izazov. Postojanje jasnog razumijevanja šta se traži investicionim uprošćavanjem informacija predstavlja ogromno opterećenje.

Kompjuterizovana baza čini lakšim razvoj parametara koji prikazuju individualne hartije ili zajedničke fondove u terminima specifičnih kriterija. Na primjer, moguće je dati instrukciju bazi da izlista sve zajedničke fondove sa trogodišnjim povraćajem i stopom povraćaja ekvivalentnom ili većom od 10% ili nekom drugom veličinom. Moguće je postaviti parametre fondova sa 3-, 5- i 10- godišnjim performansama, sa stopom povraćaja 10% ili većom i kod kojih standardna devijacija ne prelazi 3.5 tokom određenog vremenskog okvira. Baza kombinuje podatke uvažavajući zadate parametre i vrši identifikaciju svih fondova koji ih zadovoljavaju. Pored toga, postoje baze koje obezbjeđuju ekstenzivan sumarni pregled individualnih fondova.

6.3. Optimizacija portfolija

Većina odluka o alokaciji aktive je visoko subjektivna. »Bazirano na finansijskoj situaciji klijenta, moguće je uložiti oko 40% u američke akcije, 30% u obveznice, 10% u inostrane akcije, 10% u akcije kompanija koje ulažu u nekretnine i ostalo u fondove tržišta novca«⁹⁵. Ove činjenice stoje, međutim cijeli brojevi mogu biti indikator da je alokacija bazirana više na generalizacijama a manje na analizi klijentove pojedinačne situacije.

Postoji alternativa subjektivnim odlukama o alokaciji aktive: kompjuterski postavljen portfolio optimizacioni program. U prošlosti, softver i potreba za izvršnim programima bila je karakteristična jedino za univerzitete i istraživačke institucije. Danas, rastuća moć i prilagodljivost personalnih računara i razvoj lako upotrebljivog softvera čini optimizacioni program veoma popularnim. Ta popularnost u terminologiji asocira ovu oblast na infiltriranje većine savremenih odluka u investiranje.

Portfolio optimizacioni proces koristi kvadratno izjednačavanje optimizacije ulaznih varijabli i očekivanog povraćaja, standardne devijacije i korelacionog koeficijenta za datu aktivu. Ovi podaci indiciraju kako investicija može uticati na očekivana ponašanja u kakvim je relacijama to ponašanje u odnosu na ostale investicije, bazirane na performansama iz prošlosti. S toga je izuzetan značaj ovoga na efektivne investicije u portfoliju i performanse u odnosu na individualno ponašanje. Ta nestalnost individualnih hartija nije važna kao nestalnost ukupnog portfolija, jer uvijek nestalnost individualnih hartija može biti redukovana portfolijom ukupnog nivoa rizika ukoliko oni imaju nižu korelaciju sa svakim drugim.⁹⁶ Nastavak diskusije ilustruje se pitanjem šta se može ostvariti kombinacijom dvije različite investicije:

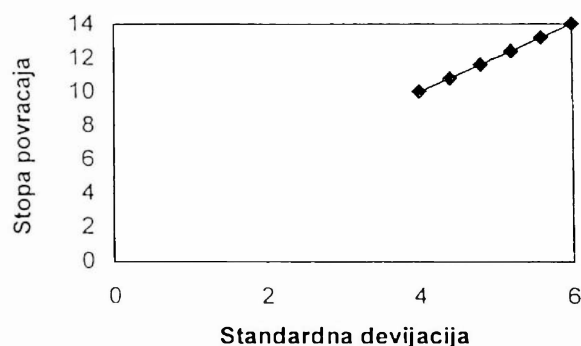
	Aktiva A	Aktiva B
Stopa povraćaja	10%	14%
Standardna devijacija	4%	6%

Tabela 6.5. Različite stope povraćaja i standardne devijacije

Ukoliko je portfolio bio komponovan samo od aktive A, to bi značilo očekivanu stopu povraćaja od 10% sa standardnom devijacijom od 4%. Ako je investicija sadržala samo aktivu B to podrazumijeva očekivanu stopu povraćaja od 14% sa standardnom devijacijom od 6%. Ukoliko je korelacioni koeficijent između dvije aktive 1.0 očekivana stopa povraćaja i rizik za portfolio pravi različitu proporciju dvije aktive koja će biti detaljno objašnjena u nastavku teksta.

Proporcija		Portfolio stopa povraćaja (%)	Portfolio standardna devijacija (%)
Aktiva A (%)	Aktiva B (%)		
100	0	10.0	4.0
80	20	10.8	4.4
60	40	11.6	4.8
40	60	12.4	5.2
20	80	13.2	5.6
0	100	14.0	6.0

Tabela 6.6. Rizik / povraćaj sa korelacionim koeficijentom 1



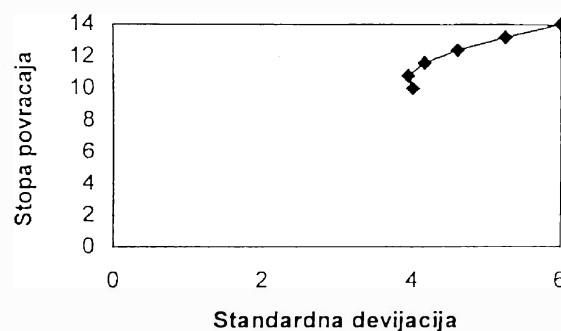
Sl. 6.2. Rizik/povraćaj sa korelacionim koeficijentom 1

Ova povezanost može biti nacrtana kao što je to učinjeno na slici 6.2. Objeležje ove povezanosti između rizika i povraćaja je linearno, tako da kada povraćaj raste iznos potrošenog rizika ostvaruje takođe rastuću stopu u pravolinijskom obliku. Ukoliko je korelacioni koeficijent između dvije aktive bio 0.5% očekivana stopa povraćaja i rizik za različite kombinacije bili bi prikazani na Tabeli 6.7.

Proporcija		Portfolio stopa povraćaja (%)	Portfolio standardna devijacija (%)
Aktiva A (%)	Aktiva B (%)		
100	0	10.0	4.00
80	20	10.8	3.94
60	40	11.6	4.16
40	60	12.4	4.61
20	80	13.2	5.25
0	100	14.0	6.00

Tabela 6.7. Rizik/povraćaj sa korelacionim koeficijentom 0,5

Odnos između stope povraćaja i rizika (standardna devijacija) za ovaj podatak može biti nacrtan na slici 6.3.



Sl.6.3. Rizik/povraćaj sa korelacionim koeficijentom 0,5

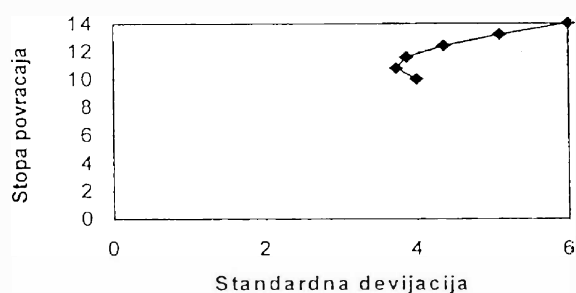
Na slici je prikazan novi rizik i povraćaj u kombinaciji. Kako povraćaj raste, rizik aktuelno opada, što nije bilo moguće u prethodnom slučaju. Ovo dešavanje zbog neke varijabilne aktive A poništava nižu korelaciju aktive B. S toga, rizik može biti redukovan dok očekivana stopa povraćaja ostaje.

Kada korelacioni koeficijent između dvije aktive opada do 0.3 rezultat postaje više jednostavan i linija krivuda na više, što je više nego redukcija rizika ostvarenog u dodatku portfolija hartija⁹⁷.

⁹⁷ Mutual Fund Counselor Profesional Education Program, modul 6
168

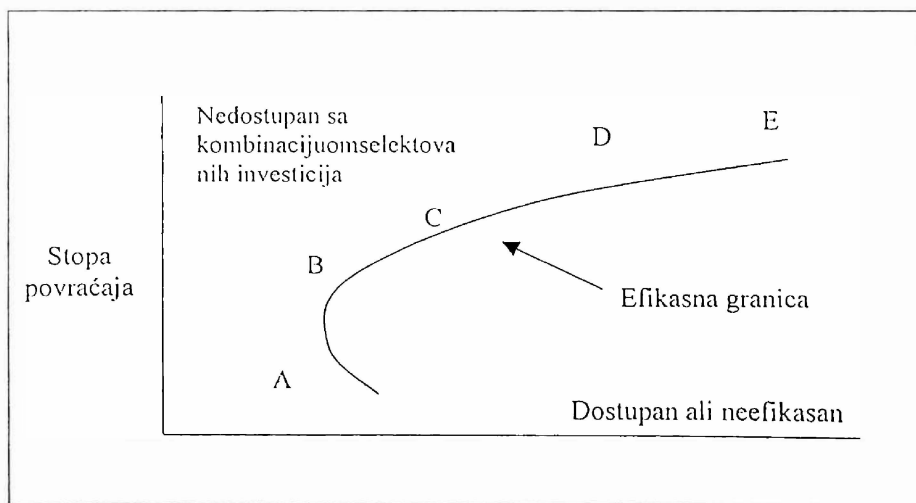
Proporcija		Portfolio stopa povraćaja (%)	Portfolio standardna devijacija (%)
Aktiva A (%)	Aktiva B (%)		
100	0	10.0	4.00
80	20	10.8	3.73
60	40	11.6	3.87
40	60	12.4	4.36
20	80	13.2	5.10
0	100	14.0	6.00

Tabela 6.7. Rizik/povraćaj sa korelacionim koeficijentom 0,3



Sl. 6.4. Rizik/povraćaj sa korelacionim koeficijentom 0,3

Kada se sve kombinacije dolarske alokacije unutar grupe hartije nacrtaju na krivoj liniji onda je ta linija poznata kao *efikasna granica*. Efikasna granica je fabrikovana od svih kombinacija datih setom investicija razmatranih u portfolija. Ukoliko je portfolio napravljen od različitih tipova investicije, dijagram povezanosti rizika i povraćaja ličio bi na narednu sliku.



Sl. 6.5. Portfolio efikasne granice

Svaka od 5 tačaka na efikasnoj granici reprezentuje različite kombinacije investicije i svaka se smatra » efikasnim portfoliom«. Ovaj portfolio reprezentuje najoptimalniju opciju rizika/povraćaja i kao takav ima visok nivo koristi za investitora.

Portfolio sa višim stepenom povraćaja zajedno sa korespondirajućim nižim stepenom rizika leži iznad krive. Uvijek, bazirano na istorijskim performansama date kombinacije investicija, viši povraćaj sa nižim rizikom ne može biti umjereno postignut. S druge strane, portfolio sa nižim povraćajem za viši nivo rizika opada u zoni ispod linije. Čak i kad bi bili dostupni, oni ne bi bili racionalni za investitora u njihovoj selekciji početnog portfolija sa boljim odnosom raspoloživog rizika i povraćaja. Aktuelni portfolio efikasne granice koji investitor selektuje u funkciji stope povraćaja zahtijeva od investitora ostvarenje investicionih ciljeva. Ova zahtjev stope je baziran na iznosu aktive koju investitor ima danas u relaciji sa budućim ciljevima.

Niži iznos tekuće aktive, zahtijevaće višu stopu povraćaja i viši će nivo rizika investitora morati da ostvari očekivanu stopu povraćaja. Uvijek, očekivana stopa povraćaja mora biti realna u relaciji sa istorijskim performansama investicija u svijetlu investicione politike klijenta. Ultimativno, investitor može odlučiti koji nivo rizika i povraćaja je cjelishodan i konsekventno, koji portfolio između granice je najpogodniji.

Ilustracija prethodno demonstriranog je u tome što može biti ostvareno kroz diverzifikaciju, ali je važno podsjetiti da se anticipirani efekti ostvaruju obično na istorijskim performansama podataka za investicije. Ulazne varijable mijenjanju se tokom vremena. S toga stepen diverzifikacije ostvaren investicijama nije konstantan već se može mijenjati. Ulazni podaci se mogu, takode, mijenjati pa je investicioni savjetnik dužan da ukaže investitoru na buduće promjene ukoliko je validan bazični metod za dalji rad. Istorijske performanse parametara mogu biti modifikovane refleksijama promjena na tržištu, ekonomije ili kompanijske industrije uz očekivanje alternativnih prethodnih performansi. Ove modifikacije mogu biti bazirane na analizi izvještaja i ostalih indikatora sa tržišnim konsenzusom. Prirodno, promjene očekivane stope povraćaja, standardne devijacije ili korelacionog koeficijenta za neke investicije će promijeniti očekivano ponašanje investicija i stoga može jednostavno uticati na alternativni autput program.

Jedan od najbolje korišćenih programa optimizacije se simulacija različitih scenarija: » Šta ako investitor želi promijeniti pretpostavke za obične akcijske fondove sa povraćajem od 12% do 10% ? »Šta ako uloži u nekretnine dio portfolija i u alternativni inostrani fond?« Efekti dodatnih ulaganja ili preuzimanje drugih klasa aktive ili promjena pretpostavki mogu biti veoma brzo procesuirane zahvaljujući velikim brzinama računara. Ukoliko investitor nije zadovoljan rizikom i povraćajem razmatra mogućnosti o grupi investicija, alternativnim ulaganjem sa različitim input parametrima pokušavajući da ostvariti prihvatljiv portfolio. Ovaj proces može pomoći investitoru da identifikuje slabosti u tekućem portfoliju i nove tipove investicija koje drugačije ne bi bile razmatrane.

Sposobnosti da se performanse kvantitativno simuliraju i analiziraju omogućavaju portfolio menadžeru da adaptira više sofisticirana portfolio ograničenja i zahtjeve, poput izvještaja o kvantitativnom nivou rizika i povraćaja koji je prihvatljiv za investitora, pri čemu zabranjuju određenu klasu aktive, iznos investiran u jednu hartiju od vrijednosti ili vjerovatnoću izvještavanja gubitka za neki period.

Ovaj i ostali parametri mogu biti ustanovljeni nakon razmatranja simulacije reflektovane na različite izbore aktive i alokaciju kao i komparaciju sa tekućim portfoliom. Prilikom analiza ovog tipa od velike pomoći su kvantitativni podaci i grafici koji omogućavaju izbjegavanje iluzija koje investitor može sebi postaviti ovakvim posmatranjem.

Portfolio optimizacija je koristan alat za »mješavinu« aktive sa različitim vremenskim povraćajem i stepenom rizika u cilju kreiranja efikasne granice. Prilikom tretiranja portfolija sve češće se o njemu govori kao "novoj religiji".⁹⁸ Na efikasnoj granici oni mogu očekivati prijem najvišeg povraćaja za dati nivo rizika ili suprotno, najmanji rizik za dati povraćaj. Optimizacija, uvijek, ne ostvari očekivanja koja su prihvatljiva i idu u prilog investitoru. Početni optimizacioni inputi bazirani na statističkim analizama pokazuju kako aktiva ima istorijske performanse ili najbolje procjene u budućnosti pa ne može garantovati aktuelni povraćaj ili imovinsku stalnost. Najbolja portfolio optimizacija pokušava ostvariti budući rezultat u prilog investitora.

Očekivano ponašanje portfolija na granici efikasnosti je funkcija ocjene korišćenja podataka inputa posmatrane aktive u portfoliju. Ove procjene su bazirane na prošlim i/ili očekivanim performansama. Neke promjene ili greške u procjeni ovog inputa utiču na oblik i poziciju predskazivanja granice u relaciji sa aktuelnom granicom efikasnosti. Mnogi faktori mogu uticati na preciznost i realnost procjene, uključujući i sledeće:

- Priroda kompanije se može promijeniti usled integracije, nove proizvodne linije, konkurencije i dr. S toga, ponašanje hartija kompanije može biti očekivano sa značajnim promjenama.
- Različiti investicioni podaci mogu dati različite istorijske performanse parametara usled vremenskog okvira izborom odgovarajuće kalkulacije. Korišćenjem podataka trogodišnjih performansi umjesto petogodišnjih ili desetogodišnjih podataka kalkuliranih parametara proizvodnje odnosno različitih parametara, koje pomjeraju granicu efikasnosti investitor može sebi nametnuti pitanje kako će se to izgledati u budućnosti poslije 3 godine, poslednjih 5 godina ili nešto drugo?
- Performanse parametara nijesu konstantne već variraju za različita tržišta i ekonomske situacije. Investitori uvijek sebi postavljaju sledeća pitanja: (1) Šta je sa neubičajenim prethodnim povraćajem? (2) Šta je bila odgovornost za prethodne performanse i šta će biti ponovo? (3) Hoće li se tržište mijenjati na svom osnovnom putu? (4) Može li se prošli povraćaj održati?
- Performanse parametara mogu biti neizbježne ili varljive za neke tipove investicija. Ustanovljeni parametri za nekretnine, na primjer, su najčešće bazirane na procijenjenoj vrijednosti ili za različite tipove imovine (komercijalne vs. rezidentne) ili dato jedinstveno za jedan region u zemlji. Korišćenje jednog tipa mješavine podataka može proizvoditi greške u alokaciji rezultata. Jednostavno, ocjena za sakupljanje može biti bez značenja zbog toga što može ići u susret koristi ili gubitku njihovog nastanka na kratak rok. Isto tako, alokacija aktive fonda može promjenom njegove alokacije između jednostavne klase aktive ili sposobnosti menadžera fonda obezbijediti bolju gotovinsku poziciju.

Osjetljivost analize ocjene sa stepenom osjetljivosti granice efikasnosti uzrokom je promjena neke od ulaznih varijabli u softveru ovakvih programa. Osjetljivost granice efikasnosti promjenom neke od varijabli bila bi razumljiva prije izvršavanja date alokacione strategije. Na primjer, granica efikasnosti se može promijeniti kao rezultat:

1. Brisanja neke kategorije aktive iz posmatranja;
2. Promjene očekivane stope povraćaja investicije;
3. Promjene očekivanog koeficijenta korelacije investicije;
4. Rasta ili opadanja minimalnog procenta alokacije prije prihvatanja klase aktive;
5. Redukovanja ili porasta procenta ograničenja na imovinsku kategoriju;
6. Porasta ili smanjenja zahtijevanog nivo gotovine;
7. Brisanja zahtijevanih limitiranih hartija;

⁹⁸ Hirsch D.M.: "How to Build a High Performance Portfolio of Mutual Funds", pg 123

8. Porasta ili opadanja očekivane stope inflacije;
9. Inkorporacije transakcionih troškova u alokacioni model;
10. Supstitucija nekog tipa fonda određenim fondom iz familije fondova;

Dejstvo promjene neke varijable bi bilo ocijenjeno ograničenjima koja utiču na klase aktive odnosno investicija ili se taj uticaj manifestuje samom veličinom neke promjene. Više osjetljiv portfolio je taj faktor, koji će imati veći efekat i konsekvantno, veoma pažljiv savjetnik bi upravljao tom varijablom.

Program optimizacije ⁹⁹ je efikasan alat za pravljenje jednostavnih strukturnih promjena u egzistirajućem portfolioju kroz adresiranje »šta ako« pitanja kroz rapidnu simulaciju. Dok podaci generišu ovaj program dajući impresije sa velikom preciznošću, da programska sposobnost ne bi bila pretjerana, ne treba se na njega osloniti sa pretjeranom izvjesnošću već treba koristiti »fino podešavanje« portfolioja. Programska šupljina egzistira iz dva glavna razloga:

1. Input je jedino pouzdan kao input – ponašanje hartija prilikom povraćaja u sadašnjosti i budućnosti i interakcija aktive unutar portfolioa - ali nije konstantan;
2. Optimizacija softvera nije poznata odnosno treba sa pažnjom pristupiti uopšte optimizaciji. To će »optimizacija« grupe nečega biti veća ukoliko je data očekivana stopa povraćaja, standardna devijacija ili korelacioni koeficijent. Ovo može biti urađeno bez obzira na osjećaj ulaganja pojedinačnog investitora. S toga, optimizacioni portfolio ne bi bio konfuzan sa podesnim portfolioim.

Portfolio menadžer mora, takode, ocijeniti predloženu alokaciju za umjereni, rizik, likvidnost i diverzifikaciju u terminima investicione politike ustanovljene od investitora. Slično, niža standardna devijacija ne može uvijek značiti niži rizik za investiciju. U slučaju obveznica, ta esencijalna mjera tržišnog rizika nije mjera nedostatka rizika. S toga, dugoročne vladine obveznice mogu imati višu standardnu devijaciju i pojaviti se sa višim rizikom u odnosu na srednjoročne visokorizične i visokoprihodne »junk« obveznice koje mogu da imaju nižu standardnu devijaciju. Pažnja se može, takode, zadržati na korišćenju klase aktive prosječnih podataka za razvoj granice koja je nerijetko podložna pomijeranju. Parametri i ponašanje individualnih investicija nijesu često u visokoj korelaciji sa investicionom kategorijom prosječnih podataka. Aktuelni parametri za prosječne investicije moraju biti korišćeni za razvoj granice efikasnosti ili alokacije aktive. S druge strane, to može rezultirati u konstrukciji portfolioja jednim tipom očekivanog ponašanja, ali i aktuelno investiranje u jedan portfolio sa totalno različitim karakteristikama ponašanja.

6.4. Realokacija i rebalansiranje portfolioa

Investicioni portfolio je mogao biti razvijen na bazi seta fundamentalnih pretpostavki o ekonomiji, tržištu, klijentima i ostalim domaćim faktorima. Oni se mogu znatno razlikovati od danas egzistirajućih faktora. Promjene ovih faktora mogu imati efekta na kontinuiranu sposobnost portfolioja u njegovoj kompatibilnosti sa ciljevima klijenta. Svrha pregleda portfolio procesa je identifikacija i ocjena pretpostavki, varijabli i promjena uslova u postojećem portfolioju. Menadžer posmatra šta je sa pozicijom klijenta kada će se desiti promjena i kako će klijent reagovati na datu pomjenu. Odgovor na prvu opservaciju zavisi od tipa portfolio konstrukcije dok odgovor na drugu zavisi kako je pojedinačni tip investicije istorijski težio prilikom reakcije na pojedinačni tip promjena. ¹⁰⁰

⁹⁹ Levine S. N.: "The Investment Managers Handbook", pg. 823

¹⁰⁰ Herwagen D.P.: "Investing for Total Return", pg. 159

S toga su ovo dvije stvari u pogledu opredjeljenja menadžmenta da adresira određeni portfolio. Te odluke su portfolio realokacija i portfolio rebalansiranje.

Portfolio realokacija znači efektiviranje periodičnih strukturalnih promjena u portfoliju. Promjena u politici alokacije može promijeniti iznos fonda alociran u pojedinačnu klasu aktive. Ova realokacija je napravljena u rasponu promjena u klijentovom stanju ili ciljeva koje čini potrebnim podešavanje za diverzifikacijom unutar portfolija. Strategija portfolio realokacije može biti podijeljena u dvije široke kategorije: *fiksna alokacija* i *fleksibilna alokacija*.

Fiksna alokacija, ponekad nazvana »statička« ili »politika alokacije« ustanovljena je kao ponder za klasu aktive koji se ne mijenja tokom vremena. Ovaj pristup je, takode, referentan kao » strateška alokacija aktive«. To je dugoročna perspektiva ka investiranju i korišćenju dugoročnih prosjeka istorijskih performansi podataka u pravljenju projekcije i alokacije odluka. Strategija koristi jezgro miksovanih kategorija aktive i obično je puna investicija u punom vremenskom intervalu. Strategija fiksne alokacije može biti podijeljena na manje djelove strategije kupovine držanja i konstantne miješane strategije.

Strategija kupovine i držanja je pasivna strategija. To je menadžerska selekcija koja daje set investicija i dozvoljava dobitniku kontinuiranu realizaciju dobiti dok daje oskudne performanse vremena investiranja. Tržišno vrijeme nije uključeno u proces, dok su dnevne tržišne fluktuacije djelimično irelevantne. Upravljanje portfolijom ovom strategijom karakteriše niži obrnuti racio, koji vodi nižim trgovačkim troškovima i različitoj realizaciji od kapitalne dobiti.

Konstantna mješavina je drugi tip fiksne strategije koja u sebi uključuje korišćenje konstantne mješavine portfolija. Pristup konstantne mješavine utvrđuje procenat ukupne vrijednosti portfolija koji je investiran u svaku klasu aktive. Kao promjena tržišne aktivnosti ovog procenta portfolio se periodično rebalansira povraćajem, neki od njih mogu biti prodati unazad što donosi povratak na liniju unazad sa željenom proporcijom. Ovo je esencijalno suprotan investicioni pristup koji omogućava da investitor izvrši kupovinu kada je ona izvan opredijeljene pa prodaja može biti iznad vrijednosti.

Fleksibilna alokacija – omogućava periodično prilagođavanje težine određene klase aktive. Ove klase imovine mogu biti promijenjene u skladu sa promjenama potreba klijenta ili tržišnih i ekonomskih uslova. Fleksibilna strategija alokacije može biti podijeljena na: (1) Taktičku alokaciju aktive i (2) Dinamičku alokaciju aktive.

Taktička alokacija aktive odnosno taktička imovinska alokaciona strategija koristi kratkoročni pogled na tržište i investicije. Proces procjene očekivanih povraćaja iz različitih sektora i investicija i realokacija koja se treba izvršiti prema širokoj proporciji portfolija određene su investicionom klasom za koju se očekuje da je najboljih performansi. Menadžeri koji nastavljaju ovakav pristup traže neefikasnost i anomalije na tržištu pa mogu činiti sektorsku rotaciju između klasa aktive. Taktička alokacija aktive savjetuje suprotan pristup investiranju zbog toga što sektori koji nijesu favorizovani nerijetko i podcijenjeni i stoga je ponuda najveći potencijal za visok povraćaj. To je suštinski korišćenje vremena kao faktora na tržištu i selekcija hartija prilikom pomijeranja unutar ili izvan precijenjene ili podcijenjene aktive ili klase same aktive. Angažovana taktička alokacija investitora mora biti determinisana promjenama na tržištu, ekonomiji ili investicionoj perspektivi koju izaziva potreba za rebalansiranjem. Taktička alokacija aktive često diriguje visoke stope portfolio obrta, visoke transakcione troškove i negativne poreske konsekvence kao i na početku kapitalnu dobit koja je bila prepoznatljiva ranije.

Dinamička alokacija aktive kao pristup ne može testirati vrijeme kao faktor na tržištu ali može jedino štititi vrijednost portfolija. To je promjena fondova između tipova investicija i sigurne zaštite.

Portfolio rebalansiranje je aktivnost kojom se reaguje na prirodna gibanja portfolija i odstupanja koja su namijenjena alokaciji protokom vremena. Bez obzira na usvojenu strategiju alokacije aktive ponderisanje između klasa aktive će se mijenjati protokom vremena kao što se mijenjaju vrijednosti individualnih investicija i klasa aktive u različitim stopama.

Ukoliko je ponderisanje klasa aktive unutar portfolija promjenljivo u smislu dostižeća različitih investicionih performansi, proporcija rizika i povraćaja se takođe mijenja. Promjena može nastati u faktičkoj poziciji portfolija i sa višim nivoom rizika u odnosu na onaj što je bila intencija investitora. Ovo može rezultirati, na primjer, kada sektor zajedničkih fondova ili performansi individualnih hartija neobično dobro funkcioniše. Visoke performanse će doprinijeti porastu stope povraćaja portfolija, što će takođe doprinijeti porastu ponderisanog višeg rizika aktive portfolija.

Obavljajući svoju djelatnost investicioni savjetnici sugerišu na opreznost klijentu na konsekvence promjena u nivou rizika portfolija. Ukoliko on nije rebalansiran, investitor će više osvijetliti stil menadžmenta i uspjeh ili neuspjeh jednog menadžera fonda ili jedne klase aktive. S toga, portfolio koncentrisan u pojedinačne klase aktive je podložan promjeni ekonomskih uslova i promjeni u poslovnom ciklusu. To je značajno za ograničenje nivoa rizika, koje rezultira promjenom vrijednosti aktive, prevazilazi utvrđeni nivo rizika ustanovljen investicionom politikom i nivo rizika originalno optimiziranog portfolija.

Ako su investitori usvojili kompletnu strategiju kupovine i držanja, oni će naći neku tačku u kojoj je potrebno rebalansirati portfolio. Svrha strategije rebalansiranog portfolija je periodični povraćaj portfolija na originalnu alokaciju. Ukoliko je periodična rebalansirana strategija usvojena, investitor je suočen sa nekoliko sledećih relativnih odluka, uključujući i sledeće:

1. Frekvencija rebalansiranja – u smislu perioda (godišnji, polugodišnji, kvartalni, mjesečni ili neki drugi period) i performansi.
2. Obim neke promjene u alokaciji od uspostavljenih standarda prije rebalansiranja odnosno kako bi se alokacija razlikovala od uspostavljenih standarda alokacije prije rebalansiranja? Da li se razlikuje za 5 %, 10%, 50% ili za neki drugi procenat?
3. Izvor za rebalansiranje fondova definiše bazirani nivo koji bi unošenje novog novca koristilo podizanju klase aktive? Ili bi glomazna klasa aktive bila prodana i iskorišćena u svrhu rebalansiranja?
4. Koraci u rebalansiranju se mogu tretirati kao jednokratni čin ili protok vremena? Jedan pristup je prodaja dovoljnog iznosa investicija superiornih performansi za povraćaj koja imovinsku klasu podiže na željeni nivo i proizvodi odgovarajući rast u ostalim klasama. Alternativni pristup je prilaganje ukupnog iznosa portfolija koji donosi ostalim klasama povraćaj na željeni nivo. Pristup koji zahtijeva duži vremenski period ostvaruje rebalansiranje uključujući prosječne troškove novih fondova ispod predstavljene klase i promjene reinvestiranih kamata i dividendi u imovinsku klasu sa nižim investicionim bilansom. Ova dva procesa stvaraju moguće zaustavljanje investicija koje imaju dobre performanse i odlažu porez na kapitalnu dobit koji bi bio rezultat nastalih prodaja.
5. Poreske konsekvence rebalansiranja pokazuju uticaj ove finansijske operacije na poresku politiku. Investitori koji prodaju dio svojih brzo uvećanih klasa aktive donose sporije uvećanje klasa aktive koje će realizovati kapitalnu dobit. S toga uticaj na oporezivi iznos mora biti ograničen prije rebalansiranja.

Ultimativno, klijenti i savjetnici moraju dati odgovore na sva pitanja ukoliko rebalansiranje realno poboljšava performanse portfolija. Proučavanje alternativnih strategija rebalansiranja ne prikazuje prisiljavanje rezultata za podršku pozicije koja rezultate

rebalansiranja jednostavno tretira kao veće stope povraćaja. Uvijek, rebalansiranje predstavlja pojavu koja redukuje rizik. Rezultati ovih studija mogu biti takvog uticaja da imaju širi obim pretpostavki o investicijama koje su bile kupljene. Uloga komisionih troškova imala bi takode efekte na performanse. Ovi faktori otežavaju stanje da li je ili nije rebalansiranje najbolji interes za pojedinačnog investitora.

6.5. Portfolio analiza rizika

Metod korišćen za alokaciju fondovskih portfolija ili strategije korišćene za povećanje performansi, u sledećem koraku mogu predstavljati ograničenje ukoliko je tip rizika u portfoliju bio uravnotežen i ukoliko portfolio ima jednostavan prikaz jedinstvenog tipa rizika uprkos naporu za njegovom diverzifikacijom. Tabele 6.8. i 6.9. ilustruju metod za identifikaciju i ocjenu izvora rizika u portfoliju i proporciju portfolija koja osvetljava svaki tip rizika.

Investicije bi bile ocijenjene u svjetlu distribucije rizika unutar portfolija. Hiperkoncentracija rizika koja zadaje brigu i pažnja bi bila usmjerena na kreiranje veće ravnoteže u portfoliju.¹⁰¹ Ravnoteža je umanjena u slučaju da jedan ekonomski ili tržišni faktor nanosi ozbiljnu štetu portfoliju.

Investicije	\$ Iznos	(%) Procenat	Tip investicionog rizika
Rastući fond	75,000	25	M
Internacionalni akcijski fond	60,000	20	M, CU
Fondovi sa korp. kvalitetnim obveznicama	60,000	20	C, I, PP, R
Fondovi malih kompanija	45,000	15	M
Široke akcije	30,000	10	B, M, E, F
Visoko prinosne korporativne obveznice	15,000	5	C, E, I, B, PP, R
Fondovi tržišta novca	15,000	5	R, C, PP
UKUPNO	300,000		
M= Tržište I= Kamatna stopa B= Biznis CU= Kurs PP= Kupovna snaga F= Finansije C/E= Kredit / događaj R= Reinvestiranje			

Tabela 6.8. Portfolio izvor rizika

¹⁰¹ Vidjeti više Jacobs B.: "All About Mutual Funds", pg. 41

Tipovi investicionih rizika	% ocjene portfolio rizika
Posao	15
Tržište	70
Kamatna stopa	25
Kupovna moć	30
Finansije	10
Kreditna mogućnost	20
Stopa reinvestiranja	30
Kurs	20

Tabela 6.9. Proporcija portfolia rizika¹⁰²

Dok analiza u tabeli 6.9. indicira da je, za najveći dio, portfolio diverzifikovan različitim tipom rizika pa se stoga pojavljuje kao tržišni rizik koji je na visokom nivou. Poslije pregleda investicija, može se vidjeti da su oni različiti za različite tipove tržišta. S toga, portfolio nije jednostavan za analizu kao što izgleda.

6.6. Portfolio menadžeri i menadžeri zajedničkih fondova

Portfolio menadžeri se danas suočavaju sa rastućim pritiskom u poboljšanju investicionih performansi. Ovaj pritisak dolazi u vrijeme kada je zadatak posmatran kao dobar rezultat rastućih teškoća, koje se reflektuju na ogromnu količinu aktive kroz institucionalni menadžment, rastuću prefinjenost profesionalnog menadžmenta uopšte, pa otuda konkurencija između menadžera je, naravno, i tržišni izazov za njih. Dati rastući pritisak poboljšava performanse, što je samo put ka poboljšanju rezultata. Postoji sedam koraka koji su esencijalni za činjenje investicionih rezultata superiornim¹⁰³:

- Menadžer mora definisati indeks koji će se koristiti kako bi mogao da ostvari optimalne rezultate. Prvi korak ka poboljšanju investicionih rezultata predstavlja potpisivanje ugovora sa klijentom kojim se opredjeljuje ostvarenje ciljeva. Ovo, naravno, uključuje ugovor koji na početku, kao i za svaki fond, odvaja na stranu, manje ili više permanentno kao fiksni prihod holdinga i koji procenat holdinga je kvalifikovan za akcijske investicije sa lako predvidivim povraćajem. Za akcijski dio, najviše se koristi popularni tržišni ponder – S&P (Standard & Poor's) i Dow Jones Industrial – kao reperi za mjerenje performansi. Ciljevi ili računski indeks rasti pod uticajem portfolio menadžera više nego pod uticajem tržišta, kao reprezenta jednog od prosjeka. Analize Čikaškog univerziteta pokazuju da 7-8% prosječnog godišnjeg povraćaja običnih akcija tokom dugog vremenskog perioda » nadmašujući tržište« u ukupnim ciljevima. Pojedinačno, za šire institucije koje za sebe kupuju i prodaju hartije postoji povećanje tržišnog uticaja i čiji keš floy doseže maksimum sa tržištem, jednako je kao i tržište sa veoma dobrim performansama. Za manje i više fleksibilne fondove, stanje povraćaja može biti veoma podesno. U nekim slučajevima, za akcijski dio portfolija, relativni indeks sa tržišta je više realističan, nego stavljanje u termin apsolutne procentualne dobiti. Prihvatanje S&P tačke kao generalne reference, investitori čiji su ciljevi ekvivalentni performansama ovih prosjeka vjerovatno bi zalutali daleko od industrijske diverzifikacije u konstrukciji sopstvenog portfolija. Jednostavno, ukoliko

¹⁰² Isto

¹⁰³ Pozen C. R.: "The Mutual Funds Business", pg . 240

su njihovi ciljevi sačinjeni bolje od prosjeka oni bi vidjeli da se njihov portfolio razlikuje od pondera tržišnog prosjeka. Mnogi klijenti koji pitaju za korišćenje S&P kao indeksa računa, na veoma validan način ukazuju kako se može : (1) Investirati u prosjeke; (2) Prikazati kao da »nije-odluka« indeksa i komparacija bi bila napravljena sa alternativnom odlukom poput ostalih zajedničkih fondova, trustova, banaka, privatnih penzionih fondova i sl. Postoji praktičan problem, uvijek, u odlučivanju šta je uporediv fond za određenu svrhu komparacije. Više od toga, priroda kapitala jednog upravljača može isključiti neke od investicionih ciljeva kod, uslovno rečeno, brzih investicionih fondova. Praktična komparacija jedne performanse sa alternativnom odlukom je zasluga i može biti prihvatljiva rastuća dobit.

- Spoznaja ograničenja je važan preduslov ograničenja kojima će se upravljati portfolijom. Neki fondovi imaju stopu obrta portfolija koja ne bi bila prihvatljiva za mnoge investitore ili trustove. Nije tako jednostavno upisati 500 klijenata i izvršiti kupovno-prodajni proces. Naročito je to složeno kada karakter kapitala kojim se upravlja zabranjuje izvjesne tipove investicija ili ih bitno ograničava zavisno od performansi. Nekada treba donijeti brze odluke pa ne treba zaboraviti » moderno investiranje » – tekuću kupovinu akcija koje su modi koje mogu padati veoma brzo. S druge strane, treba obratiti pažnju na suprotan pristup kada se vrši kupovina depresiranih akcija ili obrta. Obrt često ima povratni uticaj i depresirane akcije nerijetko čuvaju pada iz fundamentalnih razloga koji nijesu očigledni. Ukratko, postoje određena ograničenja koja su za srednje kvalitetne kompanije sa diverzifikacionim ponderima slične tržišnim prosjecima ili glavnim konkurentima i ostalim fondovima. Ukoliko nedostaje fleksibilnost, treba uzeti duži vremenski interval u odnosu na druge institucije koje se pojavljuju.
- Postojanje investicione filozofije najčešće se reflektuje na vrstu kompanije koja je pogodna za kupovinu. Neki investitori, na primjer, imaju neodvojivu pristrasnost ka malim kompanijama, neki većinu raspoređuju na veći obrt, neki vole da igraju na poslovne cikluse, neki žele da imaju snažan fundamentalni pristup u pogledu cijene ili racija cijene i zarade, dok ostali izbjegavaju sve investicije koje imaju trag ciklusa. Vjerovanje u investicioni filozofiju, može imati opasnost u rigidnom pristupu sa prethodnim implikacijama. S toga je najbliža jednostavna poslovna filozofija za koju vjerujemo da je fleksibilna i ide u susret promjenljivim okolnostima. Prilikom ovakvih tretiranja treba imati na umu dva aspekta: (1) Kupovinu relativno rastućih zarada i (2) Rezonski relativni cjenovno-zaradni racio. U prvom slučaju, riječ je kompanijama čije zarade rastu brže od okolnih korporativnih profita u vremenskom intervalu u kome se pravi investicija. Koncept investiranja u relativno rastuće zarade ostaje jednostavan ukoliko se vjeruje da će tržište uvijek pokazati veći interes u svakoj kompaniji sa najširoim zaradenom dobiti. Vremenski interval koji se posmatra varira od jednog investitora do drugog. Obično se koristi vremenski interval od 1 do 3 godine u kome se traži relativno rastuća zarada. Neke institucije sa visokim nivoom fleksibilnosti su operativne u kraćem vremenskom intervalu. To je neočekivano kratko vrijeme za mnoge institucionalne investitore koji su operativni danas i koji kreiraju neuobičajene oportunitete za investitore koji traže malo u budućnosti. Važna stvar je koncentrisati težinu portfolija kompanije koja može ostvariti veću rapidnu dobit u zaradi u odnosu na cijelu ekonomiju tokom vremenskog perioda u kome se odrađuje čitava operacija.¹⁰⁴ U drugom slučaju radi se o relativnom testu tekuće multiplikacije akcija u odnosu na istorijsko partnerstvo tržišne multiplikacije. Idealna investicija je kompanija čije zarade se nijesu relativno pomijerale nagore sa korporativnim profitom, ali, takode ni, sa

¹⁰⁴ Francis C. J.: "Investments Analysis and Management", pg.613

racijom cijena i zarada koji se pomijerao nadalje relativno sa tržištem – uprkos gornjem prosječnom rastu zarada. Podložan uzorak bi bio opadanje ili stepen relativnih zarada i rastuća relativna multiplikacija. Akcije koje demonstriraju ovaj uzorak obično uskoro stvaraju jaz na tržištu, što nije razlog za očekivanja da počnu opadati relativni trendovi zarada. U SAD-u se kao vodič za implementaciju ove filozofije koncentracije portfolija u kompanije i industrije sa iskustveno relativno rastućim zaradama koristi Standard & Poor's kompjuterska baza koja sadrži relativne cijene, zarade, cijene / zarade i prinose za 900 i 80 industrijskih grupa na kvartalnom nivou. Ovi podaci obezbjeđuju identifikaciju relativnih trendova zarada koji nijesu bili reflektovani u raciju cijena i zarada.

- Razvoj investicione strategije je od izuzetnog značaj za implementaciju investicione filozofije koja je prethodno opisana. Odabrana strategija mora obuhvatiti vremenski razmak u kome se odvija investicija. Pored toga treba imati u vidu pojedinačni naglasak na promjene koje se direktno odražavaju na investiciju i opšte ekonomsko okruženje koje je veoma važno za razvoj investicione strategije, naročito specifičnosti GNP. Na primjer, jednu ekonomiju karakteriše cjenovna inflacija ili deflacioni pritisak na rad ? Da plate uglavnom brže rastu od produktivnosti postaje pojava koja je permantno prisutna. Šta sa neto efektima marginalnog profita? Šta sa segmentima ekonomije koji su više snažni? Kapitalna dobra, vlada ili potrošnja? Efektivno, treba se odlučiti za tok koji donosi dobit i odgovoriti na pitanja koja će obezbijediti set kriterijuma potrebnih za predlaganje odgovarajućeg aranžmana. Van ove procjene i karaktera ekonomije ostvaruje se odgovarajuća strategija. Da li bi portfolio težio ka ekonomski orijentisanom okruženju poput kapitalnih dobara i ostalih cikličnih industrija trebalo bi zaobići izlaganje poslovnim ciklusima sa postojanjem teškoća u nekim grupama kao što su potrebe, osiguranje, hrana ili ostala potrošačka dobra koja ne traju dugo. Posebno treba tretirati radno intenzivne industrije koje preporučuje tekuće okruženje, kvalitetne kompanije (koje imaju razne faze tržišnog povratka) ili neke od »drugolinijskih« kompanija za koje se može sa sigurnošću predvidjeti izvjesnost perspektive. Takođe, je veoma važno imati na umu pomijeranje ka visokomultiplikovanim rastućim akcijama. Prihvatanje pogodne strategije za promijenjene ekonomske i tržišne uslove je po opštoj spoznaji teško ali apsolutno suštinsko za superiorne rezultate.
- Koncentracija portfolija – može nastati kada je izbor strategije i postojanje briljantne kompanijske selekcije ugroženo nedostatkom hrabrosti portfolio menadžera koji implementira program.¹⁰⁵ Prevelika diverzifikacija je, vjerovatno, najveći neprijatelj performansi portfolija. Kao rezultat toga uočava se da je uticaj dobre ideje neznatan. Više od toga, veći broj kompanija u portfoliju je najteži za njih jer menadžeri fonda stoje na čelu razvoja ovih kompanija. Glavna blokada portfolio koncentracije oporezivih fondova je protivljenje uzimanju kapitalne dobiti. Kada bi se posmatrala veličina portfolija ovih subjekata, zakonodavstvo propisuje kazne (penale) za uključenu realizaciju kapitalne dobiti, s vremena na vrijeme, i više od protivteže benefita fleksibilnog menadžmenta, koji je neodvojivo involviran u promjene.
- Neočekivano je da ovo protivljenje realizacije kapitalne dobiti, takođe, sasvim često nalazi svoje mjesto i kod neoporezivih fondova. Mnogi portfolio menadžeri se protive eliminisanju holdinga sa velikom dobiti koji stoje kao opomena mudrostima iz prošlosti. Kao fokus rastućih promjena ukupnih investicionih performansi javlja se neka nova dimenzija sistema uz manje prihvatljive hartije holdinga sa širom nerealizovanom dobiti ukoliko njihov potencijal ne opravdava duže zadržavanje.

¹⁰⁵ Perrit V.: "Mutual Fund – Made Easy", pg. 91

- Fleksibilnost je sledeći ključni element superiornog portfolio menadžementa. Ništa nije izvjesnije od promjena i izgleda radije jasno postojanje fleksibilnosti ide u susret potrebama promjenljivih okolnosti. Neki portfolio menadžeri posjeduju strah od pravljenja promjena u portfoliju koja se svodi na određenu grešku. Ovaj strah je baziran na pogrešnom pogledu da postoje »akcije za sve sezone«. Neke kompanije su ipak pogodno za sve ambijente. Ukoliko je fleksibilnost ključni element u portfolio performansama, to je iznenađenje kako će strukturirana organizacija reagovati na promjene. Nerijetko kruta gradnja u većini investicionih organizacija djeluje zapanjujuće. To je teškoća iznenađenja za neke promjene koje su nastale kao rezultat birokratskog posmatranja involviranog u implementaciju promjena. Zbog ove birokratizacije, neke organizacije imaju jednostavan statut brzog pridruživanja i rastuću konkurentsku prednost u odnosu na svoje više opterećene konkurente. Glavna odgovornost za ovu nefleksibilnost u industriji predstavlja protivljenje prihvatanju diskrecione moći preko klijenata fonda ili insistiranje na njoj. Stiče se utisak da će menadžeri suditi o rezultatima bez obzira na slaganje ili neslaganje klijenata. Može se uspostaviti dobar pogled ove sposobnosti da se prihvati kapital jedino kada je dozvoljeno da se izvrši prva rata menadžerskog zadatka.
- Držati se procjene – predstavlja podporu 30 – godišnjeg podizanja cijena na tržištu u investicionoj zajednici koja se do skora mogla rijetko naći u potrebnom izvještaju rezultata klijenata. Elaboracija klijentove procjene daje sve vrste informacija, ali se rijetko vidi jedan izvještaj sa najvažnijim dijelom informacija za koje bi klijent bio zainteresovan u odnosu na performanse fonda. Nerijetko se reference sa ostalim publikovanim indikatorima javljaju kao tržišni prosjeci, koji su mogli biti korišćeni za komparacione svrhe. Ukoliko je razumljivo koji investicioni menadžeri nijesu željeli napraviti svojim klijentima više orjentisane performanse i pored postojanja iznenađenja nekoliko održivih procjena postoje sopstvena pouka za profesionalne investicione menadžere. Interesantne mogućnosti egzistiraju idući zakašnjelom ocjenom dimenzija performansi i analiziranja koji iznos (račun) je bolji ili lošiji u odnosu na objektivni. Dimenzija performansi može biti uvijek dobro oružje koje je primijenjeno ili ne. Rezultat je mnogo konkurentnije okruženje pri čemu je naglasak na potrebama obrta performansi dimenzija kao pomoći boljim performansama na liniji sa ciljevima.

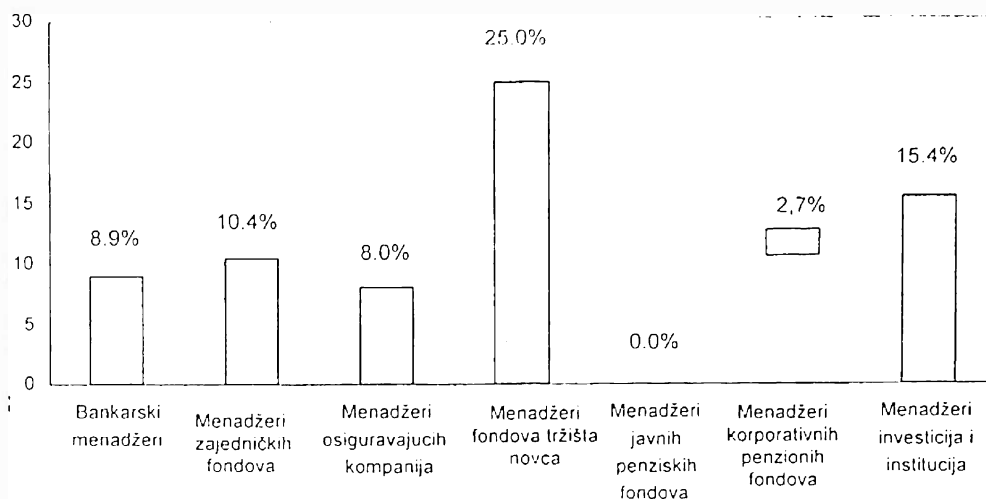
Postoji mnoštvo teorija koje govore o tome kako investirati u hartije od vrijednosti na tržištu kapitala. Mnoge od tih teorija spadaju u tekuće moderne strategije, dok su neke nastale kao rezultat redefinisavanja relacija između spektra investitora i trgovaca. Investicioni stilovi korišćeni sami ili različitim kombinacijama uključuju:¹⁰⁶

1. Pasivne investitore koji indeksiraju svoje akcije;
2. Kvantitativne trgovce (ne kvantitativni investitori);
3. »Top-down« investitore;
4. »Bottom-up« investitore;
5. Momentalne investitore;
6. Investitore rasta;
7. Investitore vrijednosti;

Pasivni investitori investiraju u korpu akcija za koju su sigurni da je mogu prilagoditi svojoj definiciji fokusiranja izvjesnih sektora (indeks tehnoloških akcija) ili regiona (indeks Azijskih akcija). Kvantitativni trgovci posmatraju tržišne aktivnosti i ostale stvari u odnosu na fundamentalnu zaduženost kompanije i oni mogu sagledati jednu ili drugu vrstu koja uključuje elemente kompanijske osnove. Oni se mogu takode fokusirati na trendove u cjenovnim performansama i/ili radno-tehnološkoj analizi i/ili programi na trgovine kao

¹⁰⁶ Brancato K. C.: "Institutional Investors and Corporate Governance", pg.179

dodatku njihoj analizi. »Top down« investitori teže reakciji opštih događaja u ekonomiji kao cjelini pa nakon toga donose odluku o industrijama (kompanijama) koje će biti favorizovane. »Bottom up« investitori će tražiti kompanije sa pojedinačnim fundamentalnim karakteristikama, specijalno karakteristikama menadžmenta. Investitori rasta obično nastavljaju sa »bottom up« pristupom i otkrivaju mogućnosti rasta. Momentalni trgovci se fokusiraju primarno na trendove ili na impulse procijenjenih zarada sačinjenih od analitičara berze. Na primjer, preuzeti cijenu akcije koja raste baziranu na projekciji konsenzusa zarada od strane analitičara, nakon čega kompanija najavljuje da postoji mogućnost štrajka, koji će rezultirati padom zarada u narednom kvartalu. Analitičari će smanjiti svoju procjenu zarada, zavisno od rapidne prodaje koja povlači cijenu na dolje. Poboljšavanjem situacije, neki »momentalni« trgovci brzo se vraćaju akcijama i cijena akcija raste. Na ovaj način, priliv momentalnih trgovaca je »dinamit za bazu kompanijskih akcionara« koji upravo čekaju na detonaciju kao najmanje razočarenje u očekivanim zaradama. Ovo produkuje nestalnu situaciju za kompaniju zbog impulsa u smislu kontinuiranog korišćenja tržišta. Situacija unapređuje potencijalne negativne opadanja, kao neku kritiku izvršenja za »upravljanje« njihovim zaradama tokom izbjegavanja suštine stvari za cjenovne oscilacije generisane momentalnom trgovinom i pojedinačnim problemima u smislu izazivanja povjerenja investitora u internacionalne kompanije čiji računovodstveni standardi variraju. Momentalni trgovci bi, uvijek, bili istaknuti analitičari koji preporučuju svoju bazu za kupovno-prodajnu aktivnost. Pravljenje ovih razlika bi jasno ukazalo na dio konfuzije o kratkoročnim aranžmanima na tržištu. Mnogi berzanski analitičari ukazuju na korišćenje fundamentalne tehnike u dužničkoj analizi i frekventno prepoznaju ekstremno dobre kompanije. Oni pretenduju da naprave njihovu projekciju zarada zasnovanu na znatnom prepoznavanju kompanijskih specifičnosti i oni mogu diskontovati buduće trendove i događaje za koje vjeruju da će imati uticaj na njihove ocjene – koji oni prave ne samo za naredne kvartalne rezultate, nego i dalje u budućnosti i uopšte, baziranom na kompanijskim sposobnostima da održavaju rast bogatstva akcionara. Momentalni trgovci simuliraju, u osnovi, derivate svojih analitičkih aktivnosti, počev od rapidnih kupovno-prodajnih strategija zavisno od otkrivenih varijacija u procjeni analitičara i osvajanja pomjeranja koja se generišu samoispunjenjem poslovnog ciklusa. Institucije, sada, jasno pomjeraju cijene i procijene što je za 100 najvećih kompanija vjerovatno dominantno ograničenje procjene za čitavo analizirano tržište. Neki događaj može biti protiv redukovanja uticaja fundamentalne analize. (terminski aktuelni broj trgovina nije potreban u terminima kompanije koje nastavljaju sa poslovanjem) i povećanja tržišnih efekata učesnika poput momentalnih trgovaca. Pravljenje razlike relativnih doprinosa određenih igrača na tržištu je potrebno zbog razumijevanja značaja promjena u svojini koja može nastati.



Kao što pokazuju prethodni podaci momentalni trgovci nijesu sve više tipični samo za institucionalne novčane trgovce nego za ostale. Georgeson – ova analiza provedena u dijelu američkog ambijenta aproksimativno prikazuje 1.500 institucija, dokazujući da menadžeri tržišta novca koriste momentalne trgovine u najvećem opsegu. Dakle, kao što se vidi na slici 25% njihove trgovačke aktivnosti otpada na momentalne trgovine. Kod sektora zajedničkih fondova je to 10,4% dok je kod banaka taj iznos 8,9 procenata. Korporativni penzioni fondovi angažuju ovu strategiju sa samo 2,7% dok javni penzioni fondovi (koji su najšire indeksirani) praktično ne primjenjuju momentalnu trgovinu. Od ostatka portfolio vrijednosti u dijelu analize 15,4% otpada na institucionalnu trgovačku aktivnost momentalnog karaktera. Pored toga, što je riječ o specijalnoj vrsti trgovine – ne treba analizirati najšire institucionalne investitore – jer to predstavlja najveći problem za rastuće orjentisane kompanije.

Finalna razlika bi mogla biti napravljena po investicionom stilu subjekata. Rastuće kompanije jasno moraju balansirati potrebe plaćanja dividendi i reinvestiranja zarade u budući rastući prospekt. Dok se neki fokusiraju na rast, neki ne plaćaju ni jednu dividendu, pa je ovo rijedak pristup. Generalno, investitori očekuju neku kombinaciju tekućih plaćanja i potencijalnog povraćaja akcionarima u budućnosti. (kombinacija povećanja cijene akcije i reinvestiranja dividende) Rastući investitori teže zadovoljenju sa kompanijama koje zadržavaju zaradu reinvestirajući je uz generisanje budućeg povraćaja. Kompanije sa strategijom građenja podržanog akcionarskog rasta žele agresivne promjene njihove akcionarske baze usmjeriti ka kvantitavnim trgovcima, programskim trgovcima, »top-down« investitorima, momentalnim trgovcima i ostalim »vrijednosnim« investitorima primarno, ka »rastućim« investitorima.

VII Uključivanje želja i potreba klijenta i performansi zajedničkog fonda

7.1. Pozicija klijenta

Klijentova pozicija upućuje na pogodnost obezbjeđivanja odgovarajućih investicija za svakog pojedinačnog klijenta. Ograničavanje pozicije klijenta uključuje mnoštvo faktora i uvijek je zasnovano na prepoznavanju i razumijevanju investicionog proizvoda koji je podoban za klijenta. Prvi korak u prepoznavanju i razumijevanju klijenta je prikupljanje podataka o njemu. Ovi podaci mogu biti kvantitativni i kvalitativni. Oba tipa podataka su osnova razumijevanja klijenta i njegove situacije. Kvantitativno sakupljanje podataka se fokusira na klijentov finansijski iskaz. Dva standardna personalna finansijska iskaza: (1) Izvještaj o finansijskoj poziciji i (2) Keš flow izvještaj. Treći iskaz, pro forma keš flow izvještaj, se ponekad koristi za reflektovanje glavnog budućeg razvoja personalne situacije. Svaki od ovih izvještaja sadrži mnoštvo detalja koji će u narednom dijelu rada biti tretirani.

Iskaz o finansijskoj poziciji je bazični dokument za pojedinca ili porodicu. Nekada se naziva neto vrijednosni iskaz i obezbjeđuje kompletnu sliku klijentove imovine, obaveza i neto vrijednosti ili šta je klijentova svojina (imovina), šta on dužuje (obaveze) i šta je ostalo poslije oduzetih obaveza od imovine (neto vrijednost) kao prikazani podatak. Ova poslednja faza »prikazan podatak« je ekstremno važna. Kao što je snimak klijentove finansijske kondicije tačka u određenom vremenu, specifični iskaz finansijske pozicije ne prognozira sposobnosti, niti indicira direktno finansijsko zdravlje. Uvijek, upravo uzastopni krvni pritisak propoznaje psihičko ograničenje kondicije pacijenta i istoriju bolesti, uspješan iskaz finansijske pozicije čini mogućim identifikaciju trendova u individualnoj finansijskoj situaciji. Izvještaj o finansijskoj poziciji je konsekventan sa individualnim finansijskim aktivnostima u prošlosti. Zavisno od prirode i svrhe finansijske transakcije, individualna neto vrijednost će ostati ista, rasti ili opadati protokom vremena. Na primjer potencijalni klijent koristi kreditnu karticu za alimentiranje troškova odmora, njegova neto vrijednost opada zbog dodatnih obaveza koje ne korespondiraju sa rastom imovine. Ukoliko odmor košta 4.000 dolara i klijent plati 1.000 dolara gotovinom a ostatak finansira kreditnom karticom njegova imovina opada za 1.000 dolara dok njegove obaveze rastu 3.000 dolara pa je njegova neto vrijednost redukovana za 4.000 dolara, što se vidi iz naredne tabele:

Aktiva	Obaveze	Neto vrijednost
Gotovina -\$1,000	Iznos kreditne kartice \$+3,000	-\$4,000

Tabela 7.1. Klijentov finansijski snimak

Relacija između neto vrijednosti, obaveza i imovine (aktive) je ilustrovana sledećom formulom:

$$\text{NETO VRIJEDNOST} = \text{IMOVINA} - \text{OBAVEZE}$$

Na neto vrijednost ne utiču obične (opšte) transakcije. Na primjer, ukoliko klijent kupuje avion za 100.000 dolara, pri čemu plaća 40.000 dolara gotovinski a ostatak finansira kreditom od 60.000 dolara, ne postoje neposredni efekti na njegovu finansijsku

poziciju, izuzimajući troškove kamata, kao što je opisano u tabeli 7.2. Klijentova neto vrijednost ostaje ista zato što je njegova ukupna imovina promijenjena za isti stepen kao i njegove obaveze. Njegova imovina je porasla za 60.000 dolara (100.000 dolara vrijednosti aviona je manje od redukcije koju je izazvalo 40.000 dolara njegove gotovine) i njegove obaveze su porasle za isti iznos 60.000 dolara koliki je iznos njegovog kredita.

Aktiva	Obaveze	Neto vrijednost
Gotovina -\$40,000 +\$100,000	Finansijski iznos \$ 60,000	Nema promjena

Tabela 7.2. Klijentov finansijski snimak

Imovinu (aktivu) je moguće klasifikovati na tri kategorije:

1. Gotovina /gotovinski ekvivalenti (likvidna imovina);
2. Investirana imovina;
3. Korišćena imovina;

Plasman aktive u neku od ovih kategorija zavisi u jednom dijelu kako je imovina bila stečena i/ili kakav je individualni pogled na imovinu. Na primjer, ukoliko individua gradi rijetku kolekciju kovanog novca ili umjetničkih slika prikazujući je u svojoj kući i ne namjeravajući da je proda, novčana kolekcija odnosno slike bi bile klasifikovane kao upotrijebljena aktiva. Ukoliko bi se individualna kupovina ovih kolekcija odvijala sa intencijom ubiranja profita uz povećanja njihove vrijednosti, bila bi klasifikovana kao investirana aktiva. Gotovina i/ili gotovinski ekvivalenti kao kategorija uključuju izvore koji mogu lako biti konvertovani u gotovinu sa malim, ukoliko postoji, gubitkom vrijednosti, poput čekovnog računa, štednog računa, zajedničkih fondova tržišta novca, povraćaja poreza i ostalih dugovanja individualnih dugovanja koja su naplativa tokom godine, kao i gotovinska vrijednost životnog osiguranja. Kategorija investirane aktive uključuje i obično podrazumijeva obveznice, zajedničke fondove, akcije, dijamante i plemenite metale, interes od nekretnina, stečeni penzioni benefit i ostalu sličnu aktivu. Uvijek bi bilo moguće dokazati da se sertifikati o depozitu sa bliskim rokom dospelja mogu kategorisati kao gotovina ili gotovinski ekvivalenti. Ovaj oblik aktive se zavisno od svrhe posmatranja može tretirati kao investirana aktiva. Korišćena aktiva kao kategorija (ponekad se tretira kao »opipljiva« i » aktiva stila života«) uključuje imovinu koja ne stoji na raspolaganju klijentu za realizaciju finansijskih ciljeva. Korišćenje ove imovine uključuje individualne rezidencije, automobile, plovila kao i personalnu imovinu poput namještaja, odjeće, nakita i slične aktive. Aktiva, uopšte, prikazuje njihovu tekuću pravičnu vrijednost na poziciji finansijskog iskaza. Pravična tržišna vrijednost može biti definisana kao ono što bi kupci bili voljni kupiti od prodavaca koji su takođe voljni prodati za neku imovinu. To pretpostavlja da obje strane raspolažu racionalnim i rezonskim saznanjima o relevantnim činjenicama. U nekim situacijama pravedna tržišna vrijednost je različito determinisana, kao i u slučaju ograničenog partnerskog udijela. Napor dobrog povjerenja bi bio napravljen ograničavajućim rezonom vrijednosti za njih, pri čemu bi, možda, kontakti sa firmama - partnerima sa sekundarnog tržišta bili od većeg značaja ili pak raspoloživa najnovija procijenjena vrijednost.

Kategorija obaveza uključuje neke tekuće dužove poput salda hipotekarnih kredita, salda kredita za nabavku automobila i salda na kreditnoj kartici. Obaveze mogu biti kategorisane kao: kratkoročne (čije je plaćanje u roku od jedne godine) ili dugoročne i

uopšte su pregledom odraza redosleda u kome dospijevaju. Pregled računa se, za obavezu nenaplaćeno ravnotežno dospijeće, prikazuje kao podatak u iskazu. Ukoliko individua zaostaje u isplati duga, kada je račun zadocnio, narasle kamate (ako postoje) se dodaju na saldo nenaplaćene glavnice.

Neto vrijednost, je kao što je ranije opisano, razlika između aktive (imovine) i obaveza. Podaci koji fluktuiraju od iskaza do iskaza, zavise od finansijskih transakcija koji su uzeti na mjestu dva podatka iskaza u pripremi. Komparacija neto vrijednosti se ocjenjuje protokom vremena i pokazuje da li je moguće otkriti individualni progres u akumuliranju bogatstva.

Primjedbe su, takode, veoma važan dio svakog personalnog izvještaja i one su uzimaju u razmatranje kada finansijski savjetnik ocjenjuje situaciju klijenta. One nikako ne mogu biti ignorisane. Primjedbe obrazlažu i razjašnjavaju stavke u izvještaju ili indikativne vrijednosti ili okolnosti koje nijesu objelodanjene u glavnom iskazu. U dijelu iskaza o finansijskoj poziciji, na primjer, primjedbe mogu indicirati potencijalni budući događaj, poput nasleda ili neriješene parnice, koji može uticati na buduću aktivu ili obaveze.

Tabela 7.3. reprezentuje iskaz finansijske pozicije za pretpostavljenu porodicu¹⁰⁸. Prikazani datum govori o posljednjem danu pojedinačne godine, za koju je napravljen snimak finansijske situacije u jedinstvenoj vremenskoj tački. Obje strane iskaza su u ravnoteži. Bilans je zasnovan na transponovanju jednačine:

$$\text{Neto vrijednost} = \text{Imovina} - \text{Obaveze}$$

¹⁰⁸ Mutal Fund Counselor Profesional Education Program, modul 7
184

Iskaz finansijske pozicije Pamilija Iskaz finansijske pozicije Decembar 31.1999.			
AKTIVA		OBAVEZA I NETO VRIJEDNOSTI	
Gotovina i gotovinski ekvivalenti		Obaveze	
Čekovni račun	\$ 3,05		\$ 950
Štedni račun sindikata	4,00		4,920
Fondovi tržišta novca	7,50		87,900
Gotovinska vrijednos životnog osiguranja	8,00	Ukupne obaveze	\$ 93,770
Ukupna gotovina i gotovinski ekvivalent	\$ 22,55		
Investirana aktiva			
Akcijski zajednički fond	\$ 7,80		
Ograničeno partnerstvo	6,50		
	8,74		
	10,24		
Ukupna investirana aktiva	\$ 33,28	Neto vrijednost	\$ 186.060
Korišćena aktiva			
	\$ 135,00		
Automobi	28,00		
Kolekcije starog novca	9,00		
Personalna imovina	52,00		
Ukupna korišćena aktiva	\$ 224,00	TOTALNE OBAVEZE I NETO	
UKUPNA AKTIVA	\$ 279,83	VRIJEDNOST	\$ 279,830
Prezentirana kao pravedna vrijednost ne manja od suprotno navedenog			
Samo glavnica			
Sekundarna tržišna vrijednost			
Klasifikovano kao korišćenje vlasnika			

7.3. Iskaz finansijske pozicije porodice

Dok izvještaj o finansijskoj poziciji ukazuje šta je sa individualnom imovinom i dugovima na datoj vremenskoj tački, keš flow iskaz otkriva individualna gotovinska primanja i isplate protokom specifičnog vremenskog perioda, najčešće jedne godine. Njime su sumirani gotovinski prilivi i odlivi i prikazani ostali izvori dohotka i individualni uzorak trošenja, štednje i investiranja. Naredna tabela je primjer keš flou iskaza.

Keš-flow izraz			
Primjer familije X			
Keš-flow izraz			
Na kraju decembar 31.1999.			
PRILIVI			
Bruto plate		\$	61,600
Dividentni dohodak			790
Dodatak po osnovu kamata			720
Plaćanje sa računa trasta			3.000
TOTALNI PRILIV		\$	66,110
ODLIV			
Štednja i investicije ¹		\$	6,300
Fiksni odliv			
Hipotekarna plaćanja ²	\$	12,250	
Plaćanje po osnovu kredita		2.880	
za vozio ³			
Premija osiguranja ⁴		1,340	
Ukupni fiksni odliv			16,470
Varijabilni odliv			
Porezi ⁵	\$	12,500	
Hrana		5,900	
Prevoz		1,450	
Odjeća/Lična zaštita		4,800	
Reprezentacija/odmor		9,500	
Medicina/zubna zaštita		1,350	
Obaveze/troškovi domaćinstva		3,800	
Dobrotvorni prilozi		1,500	
		2,400	
Ostalo			43,200
UKUPNI ODLIV			(65,970)
NETO ODLOVI		\$	140
Uključuje \$4,000 doprinosa individualnom penzionom računu i \$2,300 depozita računu tržišta novca			
Uključuje glavnice i kamatu			
Uključuje glavnice i kamatu			
Automobili, kuća u vlasništvu i premija životnog osiguranja			
Federalni i državni porez, porez na imovinu			

Tabela 7.4. Keš - flow porodice

Prilivi uključuju sva novčana individualna primanja: (1) Bruto plate; (2) Benefiti socijalne sigurnosti; (3) Penziona plaćanja i ostali izvori penzionog dohotka; (4) Kamatni i dividendni dohodak; (5) Dohodak od zakupa; (6) Kreditna produženja; (7) Povlačenja sa štednog računa; (8) Poreske refundacije; (9) Prihvatanja od likvidirane imovine i (10) Ostali izvori dohotka (subvencije, pokloni, dodaci i sl.).

Odlivi uključuju sve novčane transakcije koje odlaze iz aktive individue. Odlivi mogu biti: (1) Fiksni i (2) Varijabilni. Fiksni odlivi su oni koji su relativno predvidivi i

ponovljivi i koji su za individuu često mali i nije ih moguće kontrolisati. Fiksni odlivi uključuju sledeće:

- Stanarina (renta ili hipotekarno plaćanje);
- Osiguranje;
- Štednja /investicije;
- Kreditna plaćanja;
- Sudske naredbe za izdržavanje djece ili ostala plaćanja alimentacije;

Varijabilni odlivi su oni čija individualna upotreba može imati veći nivo kontrole:

- Medicinsko i zubno osiguranje (nije pokriveno opštim osiguranjem);
- Dječija zaštita;
- Hrana i personalno osiguranje;
- Troškovi domaćinstva (potrebe, čuvanje i održavanje)
- Reprezentacija;
- Odmor, vikendi i sl;
- Porezi;
- Plaćanja kreditnom karticom;
- Ostala raznovrsna plaćanja (pošta, obrazovanje, časopisi – neki za koje novac potreban)¹⁰⁹

Sledeće tri kategorije odliva – plaćanje kreditnom karticom, porezi i štednja/investicije – zaslužuju posebnu pažnju. Kada se obavlja kreditna kupovina predmeta obavlja kreditnom karticom, ne događa se gotovinski odliv. To nije plaćanje dok ga ne napravi kompanija kreditnih kartica ili individualna radnja koja vrši isplatu. Kupovina kreditnom karticom, uvijek, kreira obavezu koja se prikazuje na iskazu finansijske pozicije. Konsekventno, plaćanje koje redukuje dug kreditne kartice utiče na izvještaj keš flow i iskaz finansijske pozicije. Porezi mogu biti tretirani kao fiksni i varijabilni odliv. U ovom slučaju porezi će biti analizirani kao varijabilni odliv. Racionalnost potiče iz razloga što mnogi porezi mogu biti redukovani kroz obazrivo poresko planiranje. Štednja i investicije su početna kategorija čiji je naglasak na regularnoj štednji i investicijama kao dijelu svakog individualnog ili plana domaćinstva (jedna uloga bi bila alociranje 10% raspoloživog dohotka za štednju). Ukoliko je ovaj pristup naglašen, specijalno u pro forma keš flow iskazu, onda je »platite sebi prvo« teorija koja pojačava individuu.

Neto prilivi su determinisani oduzimanjem ukupnog odliva od ukupnog priliva (slično konceptu neto vrijednost, ali je poslovanje sa tokom novca protokom specifičnog vremena). Zbog toga što je keš flow iskaz jedini izvještaj koji tretira stvaran priliv i odliv gotovine u određenom vremenskom periodu, neto priliv će za period biti pozitivna suma ili nula. To ne bi bilo, tobože, da neto priliv reprezentuje fondove koji su pogodni za štednju ili investicije ili vode ka ostvarivanju finansijskih ciljeva. Tipično, neto priliv nastaje dospijećem vremenske razlike između priliva i odliva.

Kao projekcija keš flow-a, gotovinski iskaz je planiranje koje snabdijeva projekte anticipiranim iznosom i vremenom priliva i odliva za budući period. Ova projekcija je bazirana djelimično na prošlosti a djelimično na individualnim očekivanjima i ciljevima za dizajnirani period. Naredna tabela (7.5.) predstavlja keš flow iskaz za jednu porodicu. Prilivi i odlivi u tabeli su organizovani sličnim stilom kao i keš flow iskaz za prethodnu godinu i ulazna veličina za prvi mjesec perioda. Širi gotovinski odliv, poput plaćanja premije osiguranja pravi se jedanput godišnje i prikazuje se u mjesecu kada je odliv nastao. Aktuelna gotovinska isplata se događa jednom godišnje, uvijek kada individua izvrši mjesečno stavljanje po strani prosječnog ukupno akumuliranog mjesečnog iznosa. Pro forma, keš flow iskaz, otkriva vremenski period u kome će klijent povlačiti novac sa

¹⁰⁹ Lavine A. and Liberman G.: "The Complete Idiots Guide to Making Maney with Mutual Fund", pg. 297

računa, angažovati dodatne fondove ili redukovati ostalu potrošnju ili druge odlive. Na primjer, tabela 7.5. indicira da porodica iz primjera projektuje prilive za januar u iznosu od 96 dolara. U februaru, uvijek, u velikoj mjeri dospijeva za plaćanje premija osiguranja te je mjesečna projekcija odliva negativna. Na taj način je indikativno da potrebe porodice iziskuju dodatnih 182 dolara troškova. Kao što se vidi iz primjedbi u tabeli, porodica mora podesiti svoje prilive i odlive da pokrije 182 dolara manjka.

Pro forma keš-flow izraz

Primjer familije X				
Pro forma keš-flow izraz				
Na kraju I kvartala 31. marta 2000.				
	Januar	Februar	Mart	
PRILIVI¹				
Neto priliv iz predhodnog perioda ²	\$ 140	\$ 96	\$ 0	
Ukupne plate	5,133	5,133	5,133	
Dividentni dohodak	0	0	198	
Kamatni dohodak	60	60	60	
	\$ 5,333	\$ 5,289	\$ 5,391	
TOTALNI PRILIV	\$ 5,333	\$ 5,289	\$ 5,391	
ODLIV¹				
Štednja i investicije ³	\$ 600	\$ 600	\$ 600	
Fiksni odliv				
Hipotekarna plaćanja ⁴	1,021	1,021	1,021	
Plaćanje po osnovu kredita	240	240	240	
za vozio⁴				
Premija osiguranja ⁵	0	234	0	
Varijabilni odliv				
Porezi ⁶	\$ 1,021	\$ 1,021	\$ 1,021	
Hrana	492	492	492	
Prevoz	121	121	121	
Obaveze/troškovi domaćinstva	317	317	317	
Odjeća/Personalno osiguranje	400	400	400	
Reprezentacija/odmor	542	542	542	
Medicina/zubna zaštita	100	100	100	
Dobrotvorni prilozi	150	150	150	
Ostalo	200	200	200	
TOTALNI ODLIV	\$ (5,237)	\$ (5,471)	\$ (5,237)	
NETO PROJEKCIJA ODLOVI	96	(182)	154	
<u>Dodatni porezni fondovi⁷</u>	<u>0</u>	<u>182</u>	<u>0</u>	
Procjene bazirane na podacima iz predhodne godine				
Nemogućnost sprovođenja keš-flow iz predhodnog perioda				
Primjer želja za rastom investicija za \$600 mjesečno				
Glavnica i kamata				
Premija osiguranja automobila				
Federalni i državni porez na dohodak, porez na imovinu				
Primjer treba da alocira \$182 sa nekih resursa (čekovni, štedni, račun tržišta novca) reducira provod ili nvestiranje ili realizuje zaradu ili pozajmljuje dodatne fondove za pokriće odliva u mjesecu februaru				

Tabela 7.5. Pro-forma keš flow-a

7.2. Analiza finansijske situacije

Da bi investicioni profesionalci razumjeli finansijsko zdravlje klijenta oni ispituju njegove finansijske iskaze. Informacije iz iskaza obezbjeđuju indicije o tekućoj finansijskoj situaciji klijenta, kao i njegove težnje ka različitim finansijskim ciljevima. Neka od ovih polja procjene uključena su na narednom listingu tabele 7.6.

Polje ocjene	
Predmet	Pitanja za odgovor
Rezervni fond	> Da li postoji? > Dali je dovoljan za individualnu situaciju? > Ukoliko je nedovoljan, dali može biti upotrebljiv neto odliv za pokriće ili postoji aktiva koja može biti primijenjena u ove svrhe?
Nivo duga	> Kako se ponaša tekući nivo duga u odnosu na tri dužnička racija? > Koja je vrsta duga u pitanju (potrošački, dugoročni)? > Moželi keš-flow ili postojeća aktiva biti korišćenja za ubrzanje plaćanja ili isplatu duga?
Nivo štednje	> Koliko iznosi likvidnost? > Da li je štedni račun adekvatan za individualne ciljeve?
Diverzifikacija aktive	> Šta je sa racijom investicije-aktiva-neto vrijednost? > Da li je aktiva pogodna za alokaciju?
Priprema za penziju	> Da li je aktiva bila investirana za penziju? > Da li je investirani račun adekvatan za ostvarenje ciljeva? > Da li su fondovi prilagođeni dodatnim investicijama ukoliko bi to bilo potrebno?
Poreska odluka	> Koliki je iznos oporezivik investicija? > Postojeli neke oporezive investicije koje bi mogle biti zamijenjene neoporezivim srestvima? > Da li su depoziti napravljeni tako da omogućavaju poresko odloženi penzioni plan? > Postojeli fondovi sa uređenim godišnjim planovima poklona? > Da li je imovina pogodna za planirane potrebe nekretnina?

Tabela 7.6. Polje ocjene

Postoji nekoliko finansijskih racija (razmjera, odnosa) sa kojima profesionalci na ovom polju moraju biti do detalja upoznati.¹¹⁰ Racio nema karakter gvozdene discipline, ali objektivna numerička mjerila su dizajnirana za pomoć u ocjeni individualne finansijske situacije.

Osnovni (bazični) racio likvidnosti reprezentuje sposobnost za laku i brzu imovinsku konverziju u gotovinu. Racio likvidnosti prikazuje broj mjeseci u kojima bi domaćinstvo bilo u mogućnosti da kontinuirano ide u susret svojim troškovima iz postojeće gotovine ili imovinskih gotovinskih ekvivalenata (moguće je da takode budu uključene ostale relativno likvidne investicije) nakon totalnog smanjenja dohotka. Komparacijom dohotka i troškova dobija se bazični racio likvidnosti:

$$\text{Bazični racio likvidnosti} = \text{Monetarna (likvidna) aktiva} / \text{Mjesečni troškovi}$$

Osnovna direktiva kod tretiranja ove vrste racija je postojanje rezervnog fonda koji je ekvivalentan tro ili šestomjesečnim troškovima. *Racio duga i imovine* je veoma široka mjera likvidnosti. Specifično, racio duga i imovine može biti korišćen kao mjera

¹¹⁰ Vaitilingam R.: " Guide to Using the Financial Times" , pg. 322-24

individualne solventnosti ili sposobnosti plaćanja dugova. Ovaj ratio može biti determinisan na sledeći način:

Ratio duga i imovine = Totalni dug / Totalna imovina

To znači da je moguće imati tekući dohodak dovoljan za plaćanje računa ali je nedovoljna imovina za pokriće čitavog duga. Ukoliko je ovakva individualna finansijska situacija, pojedinac ima prekomjeren dug i tehničku insolventnost. Takva situacija može eventualno voditi bankrotstvu i potrebno je tražiti savjet za pronalaženje načina za uzimanje odgovarajućeg kredita. Relativna zabrinutost postoji zbog adekvatne imovine ali nije dovoljan dohodak za pokriće tekućeg dužničkog servisa. Novi vlasnici malog biznisa pojedinačno otkrivaju ovaj problem koji nastaje usled neujednačenog i često neizvjesnog keš flow-a.

Ratio duga i dohotka daje pogled na individualno ukupno dužničko opterećenje. Ovaj ratio poredi potrošeni bruto godišnji dužnički povraćaj, uključujući hipoteku sa ukupnim godišnjim dohotkom. Kada je ratio duga i dohotka 0.3% ili niži indikator je adekvatno pokriven dohotkom i ponovnim plaćanjem duga. Ovaj ratio je prikazan narednom formulom:

Ratio duga i dohotka = Godišnji povraćaj duga / Bruto dohodak

Ratio servisiranja duga upoređuje servisiranje godišnjih plaćanja svih kupaca i hipotekarne dugove sa ličnim godišnjim neto plaćanjima. Ova proporcija prikazuje koliko je potrebno dohotka za vraćanje dugova. Kad je ratio 0.40 % ili niži, on indicira da je tekuće neto plaćanje pokriveno dužničkim replasmanom. Za kalkulisanje ovog racija koristi se sledeća formula:

Ratio servisiranja duga = Godišnji dužnički replasman / Godišnja neto plaćanja

Ratio pokrivenosti investicione aktive neto vrijednošću komparira vrijednost investicione aktive sa neto vrijednošću. On se, takođe, koristi za prikaz kako dobro individue napreduju ka ciljevima kapitalne akumulacije. Ako bi individue imale ratio manji od 0.20 % to bi bio rast viši od pristupa penzijama. Ovaj indikator prikazuje da ne postoji dobra progresija ciljeva akumulacije kapitala što je veoma važan podatak prilikom razvoja njihovog finansijskog plana. Naredna formula prikazuje kako se kalkuliše ovaj ratio:

Ratio pokrivenosti investicione aktive neto vrijednošću = Investiciona aktiva / neto vrijednost

Ostali esencijalni djelovi u analizi klijentove situacije su inkorporirani u klijentove potrebe, ograničenja i jedinstvene okolnosti u analizi. Uopšteno ovo su nekvantitativna razmatranja, mada mogu poprimiti kvantitativni aspekt. Informacije koje se mogu dobiti za upotrebu ostvaruju se kroz dobru osmišljenu anketu za klijenta. Poznavanje klijenta, tačnije rečeno poznavanje finansijskih podataka potrebno je za pravljenje prikladne investicione preporuke. Nastavak razmatranja odnosi se na veći broj polja klijentove situacije što je potrebno za njeno razumijevanje i razmatranje.

Likvidnost, koja je ovdje korišćena, je pristupačna fondovima, što može biti korišćeno za potrošnju, ostala očekivanja i neočekivanu potrošnju, kao i ostala normalna

plaćanja iz tekućeg dohotka. Pristupačnost uključuje, ne samo koliko brzo ovi fondovi mogu biti u upotrebi, nego i uvjerenje koliko će oni biti prilagođeni potrebama. Na primjer, neko investira 10 000 dolara u obične akcije sa listinga pri čemu izvor likvidnosti koji stoji na raspolaganju je novac na nedeljnom nivou. Osiguranje računa nije uvijek veliko usled nestalnosti investicija u akcije. Fondovi korišćeni za likvidnost bili su investirani sa sigurnošću ukupnog čuvanja glavnice i sa nekim povraćajem ovih fondova sa manjom ili većom važnošću. S druge strane, dio likvidnosti aktive klijenta nije mjesto na kome treba razmišljati o maksimizaciji investicionog povraćaja. Postoji, naravno, mjesto za to, u dijelu investirane aktive prilikom iskaza o finansijskoj poziciji klijenta. Povraćaj likvidnosti fonda će obično donositi kratkoročna tržišna stopa i klijent bi bio poučen da je prihvati, pri čemu ne bi razmišljao o drugim izvorima visokog povraćaja. Kada je sigurna glavnica sa najvišim stepenom izvjesnosti poput računa tržišta novca, bankarskog štednog računa i zajedničkih fondova tržišta novca onda su oni dobar izbor, pod uslovom da ne fluktuiraju u vrijednosti. Visok kvalitet imaju instrumenti tržišta novca, poput blagajničkih zapisa emitovanih od strane budžeta, koji, takode, mogu biti korišćeni.¹¹¹ Ponekad je upotrebljiv dvostrani pristup. Na primjer, fondovi tržišta novca bi bili korišćeni za više likvidne fondove i kratkoročne obvezničke fondove, ponudene sa neznatno višim povraćajem, koje bi podržavali zaposleni. Ovaj pristup bi se reflektovao na očekivanja na način što bi likvidne potrebe rijetko zahtijevale korišćenje kratkoročnih obvezničkih fondova. Kratkoročne pozajmice mogu poslužiti kao izvor likvidnosti, ali najčešće za vrlo kratak period a da pri tome klijentova sposobnost za ponovno plaćanje nije ugašena. Dva osnovna izvora pozajmica su: brokerski račun i gotovinska vrijednost polise životnog osiguranja. Ovi izvori bi bili mjesto likvidnosti fondova ali mogu biti dio pokrivena likvidne strategije i funkcije kao sekundarnog izvora, ukoliko je potreban. Računi potrebni iz razloga likvidnosti će varirati između različitih klijenata. Uobičajena uloga je neodobravanje, kao ranije stanje, tri do šest mjeseci od godišnjeg dohotka. Ove usluge su kao razložna početna tačka, ali klijentova specifična ocjena može biti viša ili manja zavisno od:

- Klijentove ostale aktive – viša aktiva, manje potrebe za likvidnošću;
- Tipova aktive – viša likvidnost, manje potrebe za likvidnošću;
- Realnosti klijentovog dohotka – veća realnost, manja potreba za likvidnošću;
- Obaveza klijenta – veće obaveze, veća potreba za likvidnošću;
- Tipova obaveza – veće ugovorne obaveze (poput hipotekarnih plaćanja, plaćanja alimentacije i ostale zakonske obaveze) podrazumijevaju veću potrebu za likvidnošću;

Vremena jednostavnog trošenja – vremenski skorije trošenje podrazumijeva primjenljivi na mješavinu benefita sa prilagodljivim investicionim situacijama.

- Mnoge finansijske odluke sadrže neki *poreski aspekt* : one mogu biti veoma jednostavne. Ove finansijske više izraženu potrebu za likvidnošću (na primjer, dva mjeseca prije početka koledža moraju se izmiriti troškovi školarine);

Individualne okolnosti će determinisati ostala razmatranja što može zahtijevati veću ili manju likvidnost. Bazični ciljevi koje ima fond obezbjeđuju normalni dohodak prilagodljiv potrebama.

Finansijski benefiti poslodavaca i njihovi podsticaji zaposlenima mogu biti jednostavan udio u dohotku i / ili investicijama. Ovo može uključiti participaciju u korporativnom planu otkupa akcija i pravo otkupa akcija kompanija po povlašćenoj cijeni učešćem u štednji u skladu sa planom odloženih plata. Informacije o klijentovim finansijskim benefitima su potrebni za razumijevanje klijentove kompletne situacije i odluke i sve investicione strategije bi bile presuđene poslije poreskog povraćaja klijentu.

¹¹¹ Breshan B. and Gelb E.: "Getting Started in Asset Allocation", pg. 102

Investicioni profesionalci mogu servisirati klijenta u potpunosti ukoliko je poreska situacija klijenta, počev od njegove poreske grupe, poznata. Ukoliko klijent nije u potpunosti razumio svoju poresku situaciju ili grupu, moguće je iskoristiti izvještaj iz prethodne poreske godine, sa podešavanjem aktivnosti u tekućoj poslovnoj godini. Klijent treba da objelodani neke pretpostavljene promjene koje mogu uticati na njegovu situaciju. On, često, mora ponuditi brza mišljenja na promjene sa odgovorima na sledeća pitanja: (1) Da li očekuje neke značajne promjene u svojoj imovini poput nasleđa, razvoda sl.? (2) Postoje li jasne promjene u njegovom nivou dohotka? Glavne promjene bi se odnosile na gubitak posla ili njegovu promjenu, platu na imovinu u širem smislu kao što su nekretnine ili godišnji bonusi. (3) Mogu li se očekivati jednostavne promjene u oporezivom dohotku iz aranžmana poput hipotekarnih kamata, dohotka iz kamata na obveznice lokalne uprave, distribucije penzionog plana ili investicija u rentiranje objekata. Ostala dva poreska posmatranja uključuju dohodak po osnovu kamata na lokalne obveznice. Kamatni dohodak u privatne svrhe kod lokalnih obveznica može pokrenuti alternativni minimalni porez. Kamate lokalnih obveznica, takode, mogu imati primaoci benefita socijalne sigurnosti na nivou dohotka čiji benefiti postaju djelimično oporezivi.

Stepen tolerancije rizika je jedan od najvažnijih aspekata klijentove pozicije. Po prirodi stvari se prave teškoće iz obaveza. Ove teškoće imaju dva ključna izvora, pri čemu su oba nastala u vezi sa klijentom. Prvo, svaki klijent posjeduje različit osjećaj šta je a šta nije rizik. Često ova razlika asocira na nivo neizvjesnosti koji preokupiraju klijenta a vezana su za njegova iskustva. Drugo, klijenti nijesu uvijek precizni u opisu nivoa tolerancije rizika prema investicionom savjetniku.

Klijenti su mogli reći da su konzervativni kroz kupovnu opciju ili špekulativne akcije iz prošlosti i izraziti želju da sa njima rade u budućnosti. Nerijetko, ova diskrepanca između onoga kako oni opisuju svoj nivo tolerancije rizika i kako oni objašnjavaju investicije predstavlja njihovu nesposobnost da naprave diferencijaciju između rizika i konzervativnog investiranja. Ovo potvrđuju investicioni profesionalci koji se susreću sa klijentima koji su prodali akcije dalje od svog prihvatljivog nivoa rizika. S druge strane, ukoliko klijenti žele da realizuju visoko rizične investicije ali im nije jasno razumijevanje rizika ili nijesu u stanju da sagledaju sve vrste rizika onda je potrebno da investicioni profesionalci obeshrabre ovakvu trgovinu. Ukoliko, pak, klijenti ne znaju šta je cjelishodno za njih, na profesionalnim investitorima je da obezbijede korektno vođenje klijenta u ostvarivanju njegove satisfakcije.

Svaki profesionalac u investiranju prilikom eventualnog susreta sa klijentom koji želi da ostvari normalnu opreznost pri visokom riziku investicije različito osmišljava strategiju. Tipično, javlja se neiskusani investitor sa nekoliko izvora koji razmišlja o tržištu kao jednostavnom mjestu na kome je moguće ostvariti mnoštvo vrhunskih rezultata. Čak i ljudi koji su sa visokim akademskim zvanjima i koji su upravo naučili agresivne opcione strategije nijesu sasvim sigurni u prefinjenost i razumijevanje. Nešto manje edukovani klijenti ulaze u rizik razumijevajući ga kao slobodno oruđe koje će eventualno donijeti gubitak novca ili postati uzrokom problema klijenta ili njegove firme. Izvještaj Komisije za hartije kojim je panel idenifikovao jedan broj najboljih "praktičnih savjeta" u maloprodaji industrije hartija od vrijednosti, uključujući i "metu" dilerisanja različitih tipova klijenata je veoma reprezentativan.³ Izvještaj citira nacionalnu brokersku firmu koja ne bi dozvolila kupovinu ni najmanje vrijednosti akcija, ograničeno partnerstvo i veće derivate (uključujući i opcije) bez specijalnog punomoćja investitora – uvijek kad transakcija nije bila tražena od strane profesionalnog investitora ili firme. Uzeto punomoćje u formi

³ Report of the Committee on Compensation Practises, U.S. Securities & Exchange Commission, Washington, April 1999.

“investitorovog kvalifikovanog iskaza” koji jasno signalizira klijentu i menadžeru firme da je rizik i potencijalno neprikladna investicija u suštini jednog ovakvog aranžmana.

Tokom procjene nivoa tolerancije rizika klijenta, investicioni profesionalci imaju odličnu mogućnost da obezbijede saznanja o riziku. Prva lekcija je u tome što svaka investicija ima rizik podjednako “siguran” i kada se radi o sertifikatu o depozitu koji je osiguran od strane Vlade (rizik kupovne moći). Druga lekcija je da postojanje rizika ne može biti izbjegnuto, ali mora biti razumljivo i kontrolisano. Profesionalci mogu, nakon toga, opisati rizik u investiranju kroz razmatranja i objašnjavanja koja imaju rezona. Iskrenost u diskusiji rizika, se za njih, razlikuje od istinskih profesionalnih prodavaca koji jednostavno obezbjeđuju da klijent shvati da “ ne postoji rizik u preporučenoj investiciji”. Sledeća razmatranja pomažu u determinisanju nivoa tolerancije rizika klijenta:

- Koji su investicioni ciljevi klijenta ? Da li je dominantan njegov tekući dohodak ili čuvanje kapitala što opredjeljuje vjerovatnoću da će klijent imati niži nivo tolerancije rizika. Ukoliko je uvećanje kapitala motiv, većina klijenata ima viši nivo tolerancije rizika (ali im nije potreban viši nivo spekulativnih akcija). Klijenti moraju razumjeti relacije između ovih ciljeva i rizika, koja bi mogla biti od uticaja na obrazovne mogućnosti investicionih profesionalaca.
- Koji tip investicija je prihvatljiv za njih ?
- Ukoliko je dato 100 000 dolara za investicije, šta bi jedna investicija značila za kupovinu? Šta bi jedna investicija značila ukoliko ne bi došlo do kupovine?
- Ukoliko hartija u portfoliju počinje gubiti vrijednost, koji procenat pada bi za investitora postao zabrinjavajući? Treba takode definisati i prihvatljiv nivo procenta koji ne bi zaplašio klijenta?
- Ukoliko vrijednost portfolija počinje padati, koji procenat pada bi počeo da stvara zabrinutost?
- Koliko je važna stabilnost glavnice na skali od 1 (nije važna) do 10 (ekstremno važna)?
- Tolerancija rizika može biti procijenjena u skladu sa stavovima klijenta i njegovim ponašanjem. Sledeći indikatori ukazuju na viši profil rizika: (1) Spremnost na zaduživanje; (2) Poslovna svojina; (3) Frekventne promjene posla; (4) Sposobnost brzog donošenja odluka; (5) Povjerenje u jednu odluku; (6) Učešće u rizičnim rekreacionim aktivnostima (hazardne igre, skijanja, planinarenja...)
- Kvantifikacija zabrinutosti o tome kako investitor pravi investiciju ili kako on podnosi gubitak nastao pogrešnim investiranjem;
- Da li ima optimistički stav o životu;
- Da li ima posao sa varijabilnim dohotkom i nižom stabilnošću;

Ovo su samo neka mjerila koja mogu biti iskorišćena za ocjenu nivoa tolerancije rizika klijenta.¹¹²

Spoznaja *investicionog iskustva klijenta, tekući holdinzi i pogled na investicionu scenu* daje investicionom savjetniku ideju o investicionoj prefinjenosti kupca. Potrebno je praviti diferencijaciju između nivoa početnika koji ne razlikuje obveznice lokalne uprave od štednih obveznica od prefinjenog klijenta sa određenim nivoom iskustva i koji je dobro obaviješten investitor.

Ograničenja nivoa klijentovog *iskustva* sa različitim investicionim sredstvima je jedna od prvih zapovijesti za investicione profesionalce uz spoznaju najvažnije uloge »poznavati vašeg kupca«. Takode, poznavanje pojedinačnog klijenta je favorizujuće ili nefavorizujuće iskustvo sa izvjesnim investicijama koje može biti korišćeno u ove svrhe.

¹¹² Vidjeti više Updegrave W.: "Investing for The Financially Challenge", pg.129

Savjetnik mora znati *tekući holding klijenta* kao običaj upravljanja efektivnom aktivom. Podesan portfolio ne može biti drugačije kreiran. Prema saznanjima investicionog savjetnika novi holding klijenta je jednako značajan kao ljekarsko znanje medikamenata za novog pacijenta koji ih redovno uzima. Klijentova investiciona pozicija je determinisana kao dio ranije sakupljenih podataka opisanih na prethodnim stranicama ovog rada. Tekući holding je faktički prikazan kao aktiva u izvještaju o finansijskoj poziciji.

Konačno, *klijentove perspektive* u investicionom ambijentu – tekućem i dugoročnom – su isto tako značajne za spoznaju. Poželjno je postaviti sledeća pitanja : Da li je klijent zabrinut zbog inflacije? Kakav je klijentov osjećaj budućnosti ekonomije? Da li je prisutan interes za kamatne stope? Inteligentni odgovor na ova jednostavna pitanja će brzo identifikovati nivo klijentove prefinjenosti u određenim ekonomskim i investicionim slučajevima. Investicioni savjetnici tretiraju klijentove reakcije i vode računa o njegovim odgovorima prilikom razvoja i implementacije investicionog plana. Jedna od najvećih grešaka savjetnika je investiranje u nešto što je suprotstavljeno stanju klijentovih interesa. To dovodi do stanja u kome je savjetnik pokušava nametnuti sopstveni stav o tome kako i gdje treba da se investira? Na drugoj strani, klijent treba da identifikuje sopstvene želje i ciljeve kako bi se maksimizirali efekti iz takvog posla.

Prilikom ovakvih analiza treba imati u vidu kako *klijentov penzioni plan* tako i penzioni plan ostalih članova njegove porodice. Naročito je važno analizirati klijentov stil života koji se mijenja materijalno nakon penzionisanja. Treba, takođe, objektivno sagledati koji nivo dohotka pruža podršku takvom životnom stilu i koji su izvori tog dohotka. Penziono planiranje je takav kritični zadatak za mnoge klijente koji investicioni profesionalci moraju znati, ukoliko je moguće, na najvišem nivou u ovoj oblasti. Ovaj način istraživanja o klijentovom penzionom planu, njegovoj tekućoj investicionoj aktivni u planu i sponzorskim olakšicama poslodavca su dragocjeni podaci za svakog poslodavca. Način investiranja u ove fondove mora biti integrisan u investicioni program. Jedan od indikatora za investicionog savjetnika je situacija u kojoj klijent ima širok dio personalnog penzionog fonda u kompanijske akcije kompanije u kojoj je zaposlen. Ova situacija kreira potencijal za nedovoljnu diverzifikaciju. Većina klijenata svoj regularni dohodak i penzionu aktivu investiraju na sličan način. Neke olakšice sponzorisanе od poslodavaca su ekstremno atraktivne. Ukoliko se klijent slaže sa programom, na primjer, sa 3% doprinosa na dolar koje se dobija od poslodavca, on bi bio snažno podstican na učešće u programu. Ukoliko zaposleni ukupnu sumu distribuiraju na kompanijski penzioni plan, investicioni profesionalci traže savjete kvalifikovanih specijalista u kompanijama u cilju izbjegavanja nepotrebnih oporezivanja što se može smatrati računom novca.

Neki od najboljih klijenata nijesu korporativni službenici ali jesu *vlasnici biznisa*. Ovi ljudi su kvalitetni potencijalni klijenti zbog toga što su imućni te mogu sami donositi odluke i nuditi investicione mogućnosti vezane za njihov biznis poput penzionog računa. To je zaista zahvalan tip klijenta pa savjetnik mora znati sledeće: (1) Je li biznis jedinstveno vlasništvo, partnerstvo ili korporacija? (2) Kakav je poreski tretman korporacije? (3) Ko su ostali vlasnici korporacije i koje mogućnosti obezbeđuju sa respektom životnog osiguranja i penzionog plana kada je klijent vlasnik biznisa.

Svaka individua i svaka porodica posjeduje *vremenski horizont* kao važnu mjeru u kojoj se provode ove aktivnosti. On zavisi od vremena penzionisanja, polaska na univerzitet, dospijeca hipoteke i dr. Svaki od vremenskih horizonata asocira na porodični finansijski život i kritični je faktor za njih u investicionim preporukama. Vremenski horizont sadrži relativni rizik. Na primjer, podobna investicija je jasno razlikuje ukoliko klijent ima potrebu za investiranjem u kuću koja će biti ostvarena za šest mjeseci od investicije u penzioni fond za 25 godina. Glavni rizik u prvoj situaciji je nestalnost investicije i mogućnost da će investicija gubiti na vrijednosti, što ugrožava kupovinu kuće.

Glavni rizik u drugoj situaciji je rizik kupovne moći, odnosno rizik da će protokom vremena inflacija pojesti vremenski udaljenu glavnica i ugroziti realan povraćaj investicije.

Kada se prave investicione preporuke, investicioni savjetnici ¹¹³ moraju posmatrati kako ta »veličina« utiče na ostali klijentov investicioni holding ili okolnosti vezane za klijenta, upravo kao što ljekar uvijek pita novog pacijenta » Koje lijekove uzimate u tekućem periodu«. Investicije koje su, po njima, pogodne za klijenta ne moraju biti dobra preporuka u svjetlu ostalog holdinga. Na primjer, ukoliko se pretežno ulaže u obične akcije, mali iznos obveznica lokalne uprave uz marginalno ograničenje za oporezivi dohodak, kupovina korporativnih obveznica vjerovatno neće biti dobra veličina. Dodavanje u portfoliju akcija sa fiksnim dohotkom stvara dobar osjećaj, ali bi neoporezive lokalne obveznice bile bolje za jednu ovakvu situaciju. S druge strane, ukoliko su neki klijenti imali teškoće sa doprinosima redukovano platnog plana, kupovina oporezivih korporativnih obveznica bila je najbolji pristup diverzifikaciji portfolija i obezbjeđenju visokog ukupnog povraćaja. Izbjegavanje konflikata ili suvišnosti je važan dio u ostvarivanju prave veličine.

7.3. Finansijski ciljevi

Uspostavljanje ciljeva je vazno za uspjeh na bilo kom polju. Ovaj stav važi za svaki uspješan finansijski menadžment bilo da se radi o uspjehu u sportu, školovanju i bisnisu. Ukoliko su ciljevi realno i jasno utvrđeni, od ponašanja vodjstva se očekuje da pokrene konkretne aktivnosti. Na primjer plan može biti napravljen, energija i resursi mogu biti fokusirani i progres je samerljiv protokom vremena. Ukoliko bi investicioni profesionalci uvijek pitali klijenta da formuliše svoje finansijske ciljeve, iznijeta reakcija bi bila maglovita, kontradiktorna ili davala oprezan pristup kroz djelimični set ciljeva. Većina zrelih individua će brzo izgovoriti pregršt značajnih finansijskih ciljeva za sebe i za svoje porodice: finansijsku nezavisnost, penzionisanje u normalnoj starosnoj dobi sa novcem koji donosi normalno organizovan ostatak života, visoko obrazovanje za djecu, sopstveni biznis i sl. Većina od ovih ciljeva je dostojna pohvale ali su generalno nedostajuća dva aspekta:

- Ciljevima često nedostaju specifičnosti i vremenski kontekst;
- Multiplicirani ciljevi se rijetko tretiraju sa prioritetima;

Profesionalci za investicije mogu pomoći klijentu u savladavanju ove dvije teškoće. U stvari, moć investicionih profesionalaca je ostvarivanju objektivne kritike, koja obezbjeđuje dragocjen konsalting servis za klijenta u najvažnijem aspektu investicionog upravljanja. Saslušavajući klijentove ciljeve, podstiču se specifičnosti i osvjetljavaju ciljevi koji mogu biti neostvarivi i ohrabruje konsenzus između članova porodice u prioritetima kao važnom putu u kome investicioni profesionalci mogu uvećati vrijednost klijentovim investicionim aktivnostima.

Zato što će biti bazični za neko upravljanje planiranjem aktive finansijski ciljevi moraju biti izraženi u specifičnim terminima i sa jasnim vremenskim horizontom. Ukoliko je cilj » slanje djece na koledž«, na primjer, to nije dovoljno specifično jer nije dat broj djece, nije definisano da li se ide na skupu privatni ili na nešto jeftiniji od države podržavan univerzitet i koliko godina se raspolaze kojom akumulacijom u ovaj fond? Neki tipovi investicija su specifični pa vremenski skok ciljeva treba da bude odraz potreba za uvećanom penzijom, namjerama za kupovinu vikendice i sl. Glavna prednost kvantifikacije ciljeva je u sposobnosti nadgledanja i napredovanja ka ovim ciljevima. Na primjer, ukoliko je bilo akumulirano pola zahtijevane aktive, ali je blizak vremenski horizont, više je nego

¹¹³ Dibbens M.: "Smart Questions to Ask About Money", pg.40

jasno da će ciljevima biti potrebna modifikacija na neki način, kao što je produženi vremenski horizont definisanih ciljeva. Klijenti tipično imaju mnogo ciljeva, ali i limitirane resurse. S toga bi ciljevi morali biti rangirani po redosledu prioriteta. Ukoliko klijent nema dovoljnu aktivnu ili keš-flow u susret svim ciljevima, oni moraju biti modifikovani reduciranjem novčanog računa ciljeva ili produženjem vremenskog okvira za neprekidno ograničene resurse. Kada se određuju prioriteti odgovornosti klijenta investicioni profesionalci mogu značajno olakšati proces.

Jedna od radnji je prikupljanje podataka i određivanje finansijskih ciljeva u kojoj su investicioni profesionalci u poziciji da pomognu klijentu u definisanju potreba. Ostali koraci su uvijek otvoreni. Ne odvojiva relacija klijent – savjetnik se vrši uspostavljanjem povjerenja. Ono što je potrebno za obje strane, je da klijent pojedinačno mora povjerovati u savjetnikove najbolje namjere. Povjerenje se gradi protokom vremena. Počinje, kada savjetnik demonstrira zainteresovanost za situaciju klijenta. Ono raste sa savjetničkim vremenom za prikupljanje podataka i pomoći klijentu prilikom uspostavljanja ciljeva. Za klijenta ove aktivnosti indiciraju da savjetnik gradi mnoštvo informacija na kojima bazira objektivne preporuke za akciju. Povjerenje se, takode, gradi kada savjetnik demonstrira suštinski proizvod i tržišno znanje. To je dobijanje na vremenu za razvoj ovog znanja, specijalno kada novi instrumenti konstantno bivaju razvijani i uvedeni na berzu. Kao i profesionalnim relacijama, uvijek, demonstriranje znanja uliva povjerenje klijenta. Naravno, klijent razumije da niko ne može znati sve, pa nešto mora biti provjereno i istraženo da stavi tačku na razmatranje fenomena kojima se gradi povjerenje. To govori da klijent mora obezbijediti dodatni napor profesionalaca kako bi dobio precizne formulacije. Pod okriljem toga ne izgrađuje se povjerenje. Savjetnik koji ne izvrši pripremu ili istraživanje umanjuje stepen povjerenja koji je izgrađen.

Spoznavom klijentovih ciljeva i tekuće finansijske i nefinansijske situacije, investicioni profesionalci mogu identifikovati izvjesni jaz (gap) između onoga šta on želi i šta može da uradi sa raspoloživim resursima.¹¹⁴ Početni ciljevi su kvantifikovani u terminima dolarskih računa i vremenskih okvira, stoga vremenski gep može biti identifikovan korišćenjem vremenske vrijednosti novčanog koncepta.

Vremenska vrijednost novčanog koncepta je među najupotrebljivijim alatima investicionih profesionalaca. Ona je bazirana na činjenici da vrijednost dolara danas nije ekvivalentna vrijednosti dolara koja će biti prihvaćena u budućnosti, zato što današnji dolar može biti investirani da zaradi povraćaj. Druga stvar, oportunitetni troškovi neprimljenih sredstava danas su povraćaj gubitaka između današnjeg i vremena u budućnosti kada će dolari biti prihvaćeni. Pet varijabli se koristi u vremenskoj vrijednosti novčanih zaključaka:

1. Sadašnja vrijednost: Ukupna suma koju investitor posjeduje danas;
2. Buduća vrijednost: Ukupna suma koju investitor želi ili treba u budućnosti;
3. Plaćanje: Sva periodična plaćanja su involvirana. Ona mogu biti ekvivalentne veličine na početku perioda (tzv. »anuitetna dospjeća«, »plaćanja po osnovu mjesečnog hipotekarnog kredita«) ili na kraju perioda (zvani »uobičajena dospjeća«);
4. Broj vremenskih perioda koji su involvirani u proces. Na primjer, broj godina u kojima klijent planira penzionisanje,
5. Kamatna stopa po kojoj se očekuje povraćaj protokom perioda.

Aplikacija koncepta vremenske vrijednosti novca dozvoljava da investitor upoređuje postojeću sumu novca sa različitim tačkama u redosledu koje prave podesne odluke u pogledu primanja, isplata i plaćanja novca. Kalkulacija vremenske vrijednosti novca normalno kalkulišu tri od pet ranije opisanih faktora.

¹¹⁴ Vidjeti više Vincent C.: "Be Your Own Stock Broker", pg. 112-30

Svaki od prethodnih koraka – sakupljanje i pomoć klijentu u uspostavljanju specifičnih i vremenski ograničenih ciljeva – obezbjeđuju investicioni profesionalci sa neprocesnim informacijama koji reprezentuju elemente sa eventualnim setom investicionih preporuka.

Sledeći korak je analiza ovih informacija. U analizi informacija, mnoga već izložena razmatranja navode na zajedničku dobit iz sagledavanja sveobuhvatne slike klijentove finansijske situacije. U nastavku dajemo neke od tačaka u traženoj analizi:

- **Dovoljno likvidna aktiva (rezervni fond)** – pokazuje da li klijent posjeduje dovoljno likvidnu imovinu da izade u susret neočekivanim troškovima ili bitno umanjenom dohotku bez poremećaja investirane aktive.
- **Ostvarivi ciljevi** – govore o tome da li su klijentovi ciljevi ostvarivi klijentovom aktivom ili keš-flow-om? Ukoliko nijesu, treba ih smjestiti pomijerajući neke obveznice iz holdinga ka akcijama – praveći ciljeve dostupnim?
- **Raskorak između ciljeva i klijenta** – može nastati zbog personalnih razloga, tekućih investicija i postojećih ciljeva? Na primjer, ako raskorak uključuje mladog, agresivnog investitora on zahtijeva rast kapitala sa oko 50% u njegovom portfoliju akcijskih zajedničkih fondova ili buduće penzije prihode spojeni sa zahtjevanim dohotkom i rastom inflacije od 25% u postojećem portfoliju na razvijenom tržištu fondova.
- **Poreske obaveze** – moraju biti adresirane i situirane na izvjesnu aktivu? Pri tretiranju investicija uvijek se naglašavaju poreske naknade odnosno porezi kako bi se donijele investicione odluke.
- **Vremenski horizont** – daju statične ciljeve, koji razumiju klijentov vremenski okvir? Je li to dovoljno vrijeme za obične akcije koje obezbjeđuje njihov karakteristični viši povraćaj? Potrebno je ozbiljno razmisliti da li je klijentov vremenski horizont isuviše kratak da bi fondovi, naročito fondovi tržišta novca, izbjegli tržišne fluktuacije.

Prije pravljenja specifičnih preporuka, investicioni profesionalci treba da upravljaju klijentovim očekivanjima. Nerealna očekivanja su opšti izvor konflikata između profesionalaca i klijenata. Neki investicioni savjetnici kreiraju ovaj konflikt kroz pretjerane pretenzije saopštavajući nerealna očekivanja u pogledu rasta i povraćaja. Mnogo češće, nerealna očekivanja su funkcija klijentovog ignorisanja finansijskog tržišta i hartija od vrijednosti. Generalno, klijent očekuje više od investicije nego od uobičajene proizvodnje. Ovo je posebno istinito poslije snažne tržišne godine kada klijent očekuje ponavljanje performansi. Prekomjerni optimizam napravljen na lakšoj prodaji proizvoda može donijeti kratkoročne benefite ali i gubitak posla na dugi rok kao protivteže razočaranja klijenta. Odgovor na probleme sličnog tipa je edukacija klijenta. Koristeći znanje klijenta, investicioni profesionalci mogu edukovati klijenta o tržištu i hartijama sa realnim očekivanjima. Ojačavanje relacija klijenata i investicionih profesionalaca dozvoljava profesionalcima da demonstriraju svoju ekspertizu. Edukacioni proces stavlja naglasak na tri tačke:

- (1) Rizik je prirodna komponenta investiranja – što znači da svaka investicija nosi sa sobom rizik koji ne može biti izbjegnuto. Ipak, rizik može biti inteligentno kontrolisan. Faktički, jedino sa takvim rizikom postoji veći povraćaj koji je prilagodljiv investiranjem poput budžetskih hartija i certifikata o depozitu. Kako se razvija portfolio klijenta raste i njegova potreba za razumijevanjem rizika koji se odnosi na taj portfolio. Ovakav pristup pomaže klijentu da prihvati fluktuacije koje se odražavaju na portfolio protokom vremena.
- (2) Ne postoji idealna investicija – što znači da bitišu raznovrsne dobre investicije za različito situirane ciljeve, ali ne postoji investicija koja se smatra »idealnom«. Vrijeme pokazuje kako finansijski instrumenti koji se jednom smatraju idealnim neispunjavaju ni kratkoročna očekivanja. Na primjer, nafta i gas su ograničenom partnerstvu ranih 80 - tih nudili investicije koje obezbjeđuju rastući profit uprkos inflaciji. Bez obzira na

zvučne idealne investicije u ekonomskom okruženju ova partnerstva su se završavala mnogo manjim uspjesima od očekivanih.

- (3) Investiranje involvira razmjenu između rizika i povraćaja – pri čemu u savršenom svijetu investiranja, visoki povraćaj investicije nosi i veliki rizik. Ali na početku ovo nije moguće, pa se ostvaruje senzibilna ravnoteža između rizika i povraćaja. Neki rizik nosi sa sobom gubitak izvjesnih klijenata, pa je poželjno biti realan kada su u pitanju potencijalni rizik i povraćaj. Preljerivanje u povraćaju i razumijevanje rizika naduvava očekivanja kojima je teško izaći u susret.

Klijentova edukacija bi, takode, uključila perspektive dugoročnog povraćaja i njegov rang (jedna od mjera rizika) za različite tipove finansijske aktive. Jedna takva perspektiva je data na narednoj tabeli :

	Akcije velikih kompanija	Akcije malih kompanija	Dugoročne vladine obaveze	Trezorski zapis
Visok godišnji priraštaj	54.0%	142.9%	40.4%	14.7%
Nizak godišnji priraštaj	-43.3%	-58.0%	7.8%	0.0%
Prosječan godišnji priraštaj	10.7%	12.6%	5.1%	3.7%

Tabela 7.7. Istorijska tabela povraćaja 1926-1996¹¹⁵

Tabela pokazuje prosječni složeni povraćaj, najbolji i najlošiji jednogodišnji povraćaj, za akcije velikih kompanija, male kompanijske akcije, dugoročne vladine obveznice i trezorske hartije. Tokom ovog perioda, inflacija je rasla po stopi od 3.1%. Iz neke uže perspektive, naredna tabela pokazuje neke podatke za 25 – godišnji period.

¹¹⁶ Istorijska perspektiva povraćaja 1971 - 1996				
	Akcije velikih kompanija	Akcije malih kompanija	Dugoročne vladine obaveze	Trezorski zapis
Visok godišnji priraštaj	37.4%	57.4%	40.4%	14.7%
Nizak godišnji priraštaj	-26.5%	-30.9%	-7.8%	2.9%
Prosječan godišnji priraštaj	12.6%	15.6%	9.2%	6.9%

Tabela 7.8. Istorijska tabela povraćaja 1971-1996¹¹⁷

Tokom ovog perioda inflacija raste po stopi od 5.5%. Klijenti bi razumjeli ovaj prosječni povraćaj za dug period držanja hartija i kao što se može vidjeti, individualni period povraćaja može veoma da varira. Duži vremenski period, uvijek, više podsjeća na klijentov povraćaj. S druge strane, vrijeme smanjuje rizik.

Iz ovih podataka, klijent može vidjeti da su rizik (izmjereno kao nestalnost povraćaja) i povraćaj generalno direktno povezani. Cijena dobijena iz višeg prosječnog povraćaja od akcija pokazuje iz godine u godinu jednostavnu nestalnost. Takode, viši povraćaj od akcija prekoračuje stopu inflacije protokom vremena. Kada klijenti spoznaju ovaj koncept ranije oni imaju manju paniku u odnosu na tržišne oscilacije i ne okrivljuju profesionalce za preporuku » loših » investicija. Snažan napor u upravljanju klijentovim očekivanjima ranije učiniće poslovanje tržišnih promjena mnogo lakšim. Na primjer, tokom pada cijena

¹¹⁵ Akcije, obveznice, računi i inflacija godišnji izvještaj za 1997 godinu, Ibbotson Associates, Chicago.

¹¹⁶ Akcije, obveznice, računi i inflacija godišnji izvještaj za 1997 godinu, Ibbotson Associates, Chicago.

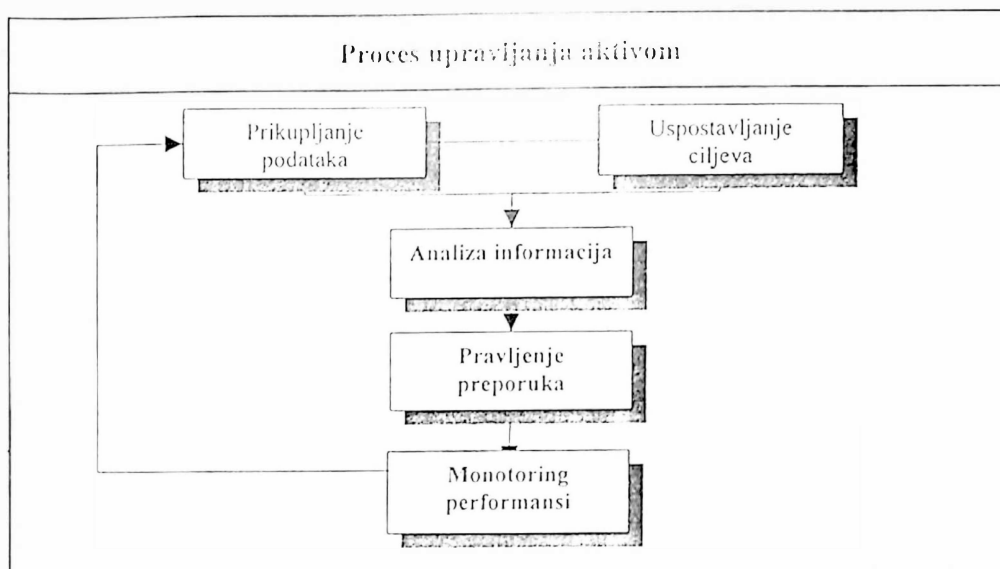
¹¹⁷ Isto

akcija na tržištu (» bear market «), klijent će razumjeti da ovaj negativan povraćaj ima očekivani intervalni karakter i istorijski je koncipiran kao protivteža prosječnom povraćaju u budućnosti. Klijent koji ne bi bio poljuljan negativnom pričom u medijima o siromašnom tržištu učiniće najbolju akciju u pravcu prodaje akcija vani. Prema tome, klijent ne mora samo voljeti svoj glavni portfolio, ali može željeti da poveća svoj holding tokom pada tržišta sa promjenljivim investicijama, poput običnih akcija, čime se povećava povraćaj. S druge strane, tokom rasta tržišta (»bull market«), klijent će razumjeti da viši povraćaj neće ići ka nedefinisanoj i stoga manje odolijeva izvjesnim investicijama, poput akcija, koje vjerovatno već imaju punu vrijednost. Narednog puta, klijent će imati osjećaj za fluktuacije na finansijskom tržištu i hartija koje na njemu fluktuiraju. Dok ostali klijenti imaju iskustvenu euforiju ili depresiju, edukovani klijenti ovo doživljavaju kao ukupan korak ka profesionalnom servisu promjena koji je pripremljen za njih.

Pravljenje i implementacija preporuka su, generalno, obaveza koju klijent očekuje od investicionih profesionalaca. Imajući u razumijevanja za situaciju u kojoj se klijent nalazi, profesionalci su u poziciji da preporuča podesne i pogodne investicije. Primamljivo pravljenje preporuke bazirano je na površnom izvještaju situacije klijenta a oprezan metodološki izvještaj će voditi preporuku ka slobodnom rješavanju identifikovanog problema. Investicioni profesionalci pripremaju postojeće investicione preporuke i izlažu njihove karakteristike, benefite i rizike. Klijenti mogu izraziti neslaganje sa nekim pitanjima ali mogu i prihvatiti neke sugestije. Ovim je moguće unaprijediti relacije između klijenta i profesionalaca prilikom donošenja konačne investicione odluke.

Implementacija investicione preporuke je jednostavna ako se uzme u obzir redosled sa prostora brokersko-dilerske firme dovoljan da zahtijeva uključivanje ostalih profesionalnih savjetnika poput advokata i računovoda. U većini slučajeva implementacija je relativno laka i sa zajedničkim fondom zahtijeva kompletiranje aplikacija sa transferisanim novcem jemcu.

Poslije implementacije investicione preporuke, investicioni profesionalci moraju vršiti monitoring investicionih performansi i sagledavati promjene nastale kao posledicu promjena klijentovog portfolija. Ove promjene mogu biti pojedinačne za klijenta, poput nasleđa, ili ranog penzionisanja ili mogu biti rezultat spoljašnjih promjena poput izmijenjene poreske regulative i ekonomskog ambijenta. Uobičajeni put za praćenje tekuće situacije klijenta odvija se kroz raspored periodičnih sastanaka. Sastanci obezbjeđuju dvosmjerne informacije. Prvo, investicioni profesionalci izvještajem o činjenicama dobijaju uvid u investicioni program klijenta. U isto vrijeme, investicioni profesionalci pokušavaju determinisati neke materijalne promjene koje su od uticaja na klijentovu finansijsku situaciju, investicioni pogled, vremenski horizont, nivo tolerantnog rizika koji bi bio prihvatljiv za tekuće održivu imovinu. Naporom se obezbjeđuje povratna petlja za prikupljanje podataka na početku investicionog procesa. Ukupan proces, dakle proces upravljanja aktivom, opisan na prethodnim stranama, dat je na narednom dijagramu.



Sl. 7.1. Proces upravljanja aktivom

7.4. Selekcija zajedničkog fonda i investicioni ciljevi

O selekciji zajedničkih fondova je mnogo toga napisano. Potrošački orijentisani magazini permanentno »talasaju« javnost člancima na ovu temu. Dugogodišnja popularnost selekcije fondova kao novinskog članka ne dovodi u sumnju osnovu promjenljive prirode ovog izazova. Selekcija fondova je futuristički orijentisana pa informacije korišćene u procesu selekcije moraju biti izvučene iz prošlosti i sadašnjosti. Finansijski stručnjaci i profesionalni savjetnici konstantno rade na poboljšanju ovog procesa. Uopšteno, ciljevi procesa su identifikacija faktora koji diriguju prošlim procesima, kao i koji faktori su još u funkciji, zatim tretman faktora koji će preovladavati u budućnosti i konačno, fondovi koji oličavaju izvjesne faktore.

Kao i kod selekcije akcija, različite metode se koriste u procesu selekcije fondova. Prema tome, ne postoji jedan »put« za selekciju zajedničkih fondova. Uvijek je opšta »nit« unutar različitih metoda korišćena u diferencijaciji jednog fonda od drugog. Naredne opservacije će pokriti mnoge opšte trendove koji skupa pomažu u procesu selekcije. Selekcija »najboljeg fonda« je cilj koji je najprepoznatljiviji u mnogim člancima ali nije ultimativan u svakom slučaju. Fondovsku selekciju treba posmatrati u kontekstu globalnog portfolija klijenta i ukupnih prilika i okolnosti. Selekcija najboljeg fonda pokazuje koliko investicioni savjetnik zaista zarađuje svoju proviziju. S toga je ovdje razmijena ne samo poželjna već i potrebna. Na primjer, fond sa odličnim performansama može imati veoma visoku proviziju. Izvjesni fondovi mogu imati karakteristike diverzifikacije, nestalnosti ili su im akcionarski servisi tako napravljeni da su neotuđivi za pojedinačne ali i podesni za raznovrsne klijente. S druge strane, mnoge dimenzije mogu biti prepoznatljive kod selekcije fondova za individualne klijente pa će kompetentna selekcija za svakog klijenta povećati i poboljšati odnose na relaciji investicioni profesionalac-klijent.

Početna pozicija u selekciji zajedničkih fondova za individualne klijente je definisanje jasnih investicionih ciljeva. Ovi ciljevi mogu biti tekući dohodak, povećanje kapitala, čuvanje kapitala ili kombinacija. Kad klijent ima multiplikovane ciljeve onda se mora utvrditi njihov prioritet. Na primjer, ako je klijentov cilj maksimalno očuvanje kapitala on će prihvatiti niži tekući dohodak i buduća iskustva sa nestalnošću glavnice što

je konflikt sa utiskom o čuvanju kapitala. S druge strane, ukoliko su sva tri cilja relativno važna, klijent bi se opredijelio za fond sa nižom nestalnošću koji obezbjeđuje rast kapitala i dohodak. Ukoliko je portfolio fonda već bio konstruisan, pa postoji odgovarajuća veličina sa tekućim portfoliom, potrebno je razmatrati »dodatnu vrijednost« portfolija. Klijentovi ciljevi moraju biti dosljedni sa njegovim nivoom tolerancije rizika. Premda klijent može željeti rapidan kapitalni rast, maksimalno povećanje kapitala bi moglo biti neprikladna selekcija za klijenta sa nižim nivoom tolerancije rizika. Ravan unutar kapitalnih ciljeva rasta, neke fondove u klasifikaciji čini više agresivnim od ostalih i zato se moraju posmatrati preporuke pogodne za izvjesne klijente. Ukupan proces uključuje klijentov nivo tolerancije rizika, njegove rizike i selekciju fondova. Primjer za ovaj proces dat je u nastavku:

Akcije malih kompanija	Dugoročne vladine obaveze	Trezorski zapis
Nizak	Očuvanje kapitala	Fond tržišta novca
Srednji	Tekući dohodak	Akcijsko dohodni fond
Visok	Povećanje kapitala	Mali kapitalni fond

Tabela 7.9. Tolerancija rizika i selekcija fondova

Postoji mnoštvo kombinacija za ovaj proces i primjer preuzete selekcije je jedan fond za sebe. Podesan fond unutar postojećeg portfolija sastoji se od ograničenja koja sagledavaju doprinos jednog fonda ukupnom portfoliju. Drugim riječima, šta je to dodato u susret ukupnim ciljevima? Pri tome investicioni profesionalci odlučuju tokom odgovarajućeg procesa. Izvjesni ciljevi fonda izgledaju konzistentni sa klijentovim potrebama, za slučaj da su klijentove potrebe sagledane i ocijenjene realno te klasifikovane korektno. Na primjer, nekim rastućim i dohodovnim fondovima se realno upravlja kao rastućim fondovima sa malim razmatranjem datog u generisanju dohotka. Nerijetko su oni blizu vrha performansi prilikom rangiranja za rastuću i dohodovnu kategoriju počev od pravljenja višeg rizika u odnosu na mnogo rastuće i dohodovne fondove. Pouzdati se jednostavno na klasifikaciju je greška počev od diskvalifikacije koja izaziva tretman običnog porasta. S druge strane, ukoliko klijent treba rastući i dohodni fond, njegov savjetnik mora biti siguran u tu činjenicu.

7.5. Investicione politike i rizici

Spoznavanje fonda i identifikacija pogrešne klasifikacije iziskuje potrebu da investicioni profesionalci analiziraju investicione politike i rizike. Ove analize otpočinju pažljivom analizom prospekta. Analize se kontinuirano ograničavaju aktuelnim upravljanjem fonda. Na primjer, dok prospekt može dozvoliti korišćenje opcija, veoma je važno znati da li i kako portfolio menadžer vrši aktuelna korišćenja.

Menadžerska fleksibilnost – kao fenomen, tretira razmatranja u selekciji zajedničkih fondova koja se tiču ocjene fleksibilnosti date fondu od strane portfolio menadžera. Pitanje na koje se traži odgovor je stepen slobode odlučivanja menadžera fonda u alokaciji između gotovine i različitih tipova hartija od vrijednosti. Ukoliko profesionalci za investicije žele da kreiraju portfolio klijenta sa specifičnom imovinskom alokacijom, oni bi koristili fond koji stoji između jasno definisanih parametara. Takođe, bi nastojali izbjeći neočekivane konsekvence, kao što su na primjer, očekivanja da će doći do porasta rastućih fondova koji imaju u svojinu jedino akcije američkih kompanija. Pri tome ako su fondovi u pitanju dolazi do rasta od 20% internacionalizacijom portfolija.

Fleksibilnost, takode, pruža mogućnost »polpunog« ili »djelimičnog« investiranja. Neki fondovi imaju politiku koja dozvoljava znatan ulazak u zonu držanja gotovinske aktive, dok drugi namjeravaju puno investiranje protokom vremena. Najčešće, savjetnici i klijenti definišu parametre imovinske alokacije koje žele provjeriti ograničenjima u prospektu odnosno odrediti kolika je fleksibilnost menadžera prilikom pomjeranja od jedne klase hartija ka drugoj.

Stil – je druga tačka ispitivanja koja je opisana u prospektu i indicira izvjesne usluge zajedničkog fonda. Za akcijske fondove »stil«¹¹⁸ može biti rastući, vrijednosni ili mješavina prethodna dva. Obično jedan stil nadigrava drugi za vrijeme dok je on bolji. Diverzifikacija stilova se razmatra u konstrukciji portfolija. Razumijevanje stila je, takode, potrebno u ocjeni performansi fonda. Ukoliko je jedan stil nefavorizovan, on se može pojaviti ispod performansi i faktički ne može biti upoređen sa sličnim tipom i stilom fonda. U nastavku, vrijednosni fondovi imaju manju vrijednost od fondova sa rastućim stilom, što faktički znači i nižu toleranciju rizika investitora. Kod obvezničkih fondova, stil je centriran na kvalitet i dospijeće obveznica. Niži kvalitet obveznica će proizvoditi viši dohodak ali sa višim kreditnim rizikom. Unutar visoko-prinosnih fondova neki su više agresivni od drugih. Dospijeće obveznica je u direktoj korelaciji sa kuponskom stopom i rizikom kamatnih stopa, pa se potrebno koncentrisati na odgovarajuće investicione ciljeve. Ukupna struktura dospijeća je omjerena na jedan od sledeća dva načina:

1. Prosječna – »težina« dospijeća, koja predstavlja prosjek obvezničkih dospijeća, pri čemu je svaka »težina« dospijeća procentualni iznos neto imovine koju reprezentuje;
2. Trajanje - predstavlja prosječnu težinu vremena do koje investitor nadoknađuje investiciju i koja je mjera osjetljivosti cijene na kamatnu stopu. Zato se trajanje posmatra kao obvezničko interesno plaćanje, a za obveznice ili obvezničke fondove protok vremena je kraći nego njihovo prosječno dospijeće.

Investicionu politiku – treba razumjeti kao ograničenje koji su tipovi hartija dozvoljeni a koji ne, i kako ih koristiti. Pojedinačna pažnja bi bila data u sledećim kategorijama:

- (1) Derivati – su instrumenti čija je vrijednost različita od jednog oblika aktive – poput akcija ili obveznica- valute, indeksa ili izvjesne robe. Primjeri derivata uključuju opcije, fjučers ugovore, opcije na buduće ugovore, kolateralizovane hipotekarne obligacije, opadajuće hipotekarne obligacije poput kamatnih ili hartija kod kojih je glavnica najvažniji element.
- (2) Nelikvidne i restriktivne hartije – pokazuju da investicije mogu biti nelikvidne zbog odsustva aktivnog tržišta ili sa razloga nailaska na teškoće prilikom promptne prodaje po prihvatljivoj cijeni. Restriktivne hartije, poput onih koje se stiču u privatnom plasmanu, posjeduju pravne ili ugovorene restrikcije prilikom njihove ponovne prodaje. Treba imati u vidu da su mnoge restriktivne hartije nelikvidne. Za izvjesne hartije koje su neregistrovane, i stoga restriktivne, komisija dozvoljava trgovinu njima kao likvidnim instrumentima ukoliko uprava fonda ili investicioni savjetnik za njih nađu dovoljno tržište. Nesposobnost prodaje hartija je, naravno, dodatni rizik za portfolio, pa nelikvidne hartije obično asociraju agresivne akcijske fondove. Ponekad postoji pitanje precizne ocjene ovih hartija. Uopšteno, restriktivne hartije su dodatni element rizika koji treba razmatrati u selekciji fondova. Prilikom tretiranja neto aktive zajedničkog fonda ne može otpadati više od 15% na nelikvidne hartije od vrijednosti (10% za fondove tržišta novca).
- (3) Inostrane hartije - su hartije inostranih kompanija i inostranih vlada koje su obično denominirane u inostranim valutama. Oni imaju rizik promjene kursa koji će se desiti kada investitor obezbijedi manje novčanih jedinica u nacionalnoj valuti od plaćenog dohotka ili prinosa na hartiju od vrijednosti. Ovo će se desiti kada je nacionalna valuta

¹¹⁸ Cooke A.R.: "Personal Finance for Busy People", pg. 86

snažnija od inostranih kurseva. Inostrane hartije imaju, takode, rizik koji nije primjenljiv na domaće hartije, poput jednostavnih političkih promjena, mogućnosti konfiskacije i nacionalizacije strane imovine, mogućnosti kontrole i restrikcije, što sve može imati negativan uticaj na plaćanje glavnice i prinosa na inostrane hartije. Kao problem se nerijetko javlja i manja likvidnost, manje prilagodljive javne informacije o njima i uopšte različito računovodstvo, revizija i standardni finansijski izvještaji u odnosu na domaće kompanije.

- (4) Visoko-prinosne obveznice – nerijetko nazvane visokorizičnim imaju viši kreditni rizik u odnosu na visokokvalitetne obveznice. One mogu imati manju likvidnost od ostalih obveznica i ponekad teško određivu cijenu, posebno u širokoj poziciji držanja individualnih emisija. Ako se posmatraju dvije vrste obveznica sa različitim karakteristikama rizika da se zaključiti sledeće - jedna obveznica može da postiže po svojoj procjeni uspon dok druga može da bilježi pad, što indicira na pozitivne i negativne trendove u njihovom kreditnom kvalitetu. Isto tako, visoko prinostni fondovi naglašavaju totalni povraćaj u odnosu na neke druge koji imaju trend maksimiziranja do tekućeg dohotka. Spoznaja ove razlike je veoma važna.
- (5) Kompanije sa malom kapitalizacijom – posjeduju potencijal za rapidan rast ali posjeduju i veći rizik zbog upravljačkog talenta, finansijskih resursa, proizvodne diverzifikacije konkurentske snage velikih kompanija. Njihove akcije imaju manju likvidnost, rasprostranjeniju ponudu i generalnu nestalnost u odnosu na akcije velikih kompanija.

Investiciona strategija – tipizirano, dozvoljava ili zabranjuje fondovima ono što bi bilo razumljivo. Postojanje investicione strategije u osnovi implementira raniju opisanu investicionu filozofiju.¹¹⁹ O tome je već govoreno u prospektu. Neke od strategija će biti date sa pojedinačnom pažnjom u nastavku: (1) Otkup kroz pozajmicu – predstavlja model strategije kojim neki fondovi pozajmljuju novac od banaka u cilju kupovine dodatnih hartija. Bez obzira na ovaj leveridž, fondovi mogu imati povoljan ili nepovoljan položaj ali u svakom slučaju javlja se dodatni rizik u portfoliju. Ukoliko investicioni dohodak i dobit na kupljene hartije pozajmljenim novcem prekoračuje troškove kamate na pozajmicu takva strategija je prihvatljiva. U suprotnom strategija nema smisla i treba je izbjegavati. Ovakav pristup obično zahtijeva održavanje izvjesnog nivoa aktive za pozajmicu. Ukoliko ovo pokrivanje nije ostvareno održavanjem dospijeća i promjenama tržišne vrijednosti fondovskih hartija, od fonda se može zahtijevati prodaja nekih hartija u vrijeme kada je to njihova prednost. (2) Kratka prodaja – uključuje prodaju “pozajmljenih” hartija sa intencijom replasiranja istih u kupovinu po nižoj cijeni. Kratkoročna prodaja može navesti na šire gubitke ukoliko akcije kontinuirano rastu (i kratke prodaje idu u susret dodatku više novca na računu). (3) Pozajmljivanje hartija – se ostvaruje kada neki fondovi generišu dohodak pozajmljivanjem hartija od brokera, dilera i ostalih finansijskih organizacija. Ovi krediti su kolateralizovani 100% ali postoji rizik za slučaj da onaj koji je pozajmio hartije finansijski razočara, ponovno sticanje pozajmljene hartije bilo bi odloženo ili bi hartija bila izgubljena ili bi pak nastao gubitak prava, gubitak vrijednosti ili kolaterala. (4) Nedostatak diverzifikacije – je dodatna tačka u razumijevanju stepena koncentracije hartija od vrijednosti. Zajednički fondovi mogu biti “nediverzifikovane” investicione kompanije, što znači da nemaju restriktivnu proviziju u skladu sa zakonom uz respektovanje diverzifikacije svojih investicija. U biti je, ova dozvola (ali ne i garancija) investicija sa većim dijelom aktive fonda u hartije individualnih kompanija u odnosu na ono što bi bilo dozvoljeno kroz “diverzifikovan” status. Manja diverzifikacija, naravno, znači veći rizik.

¹¹⁹ Jeuriette H. R.: "Portfolio Management – Seven Ways to Improve Performance" – An Investors Antologu, pg.240

7.6. Performanse zajedničkog fonda

Nakon razumijevanja investicione politike i rizika, investicioni profesionalci moraju ocijeniti najskoriji godišnji i polugodišnji izvještaj sa aspekta držanja portfolija. Svrha nije drugostepena ocjena, ali je razumijevanje hartije u smislu tipa i koncentracije u pojedinačnim slučajevima i industrijama izuzetno važno. Sačinjeni portfolio se mijenja kontinuirano i mogu se pojaviti u periodičnim izvještajima skorašnji podaci iz prošlosti pa nije potrebno gledati šta se dešava trenutno sa portfolijom. Jedino polugodišnje ocjene portfolija fonda obezbjeđuju neki osjećaj mogućnosti upravljanja takvim portfolijom. Na primjer, 40% koncentracije u tehnološke akcije indiciraju na agresivno upravljani fond. Ova agresivnost ne može biti detektovana jednostavnim čitanjem prospekata. (indikator sadašnje i buduće svojine fonda) Ukoliko, umjesto toga, portfolio ima akcije kroz različite industrije sa koncentracijom iznad 15%, on liči na fond kojim je konzervativno upravljano. Ukoliko, pak, ocjena koncentracije izaziva zabrinutost, potrebno je više frekventne ocjene napraviti periodičnim pozivom fondu za ove informacije.

Prethodne informacije o zajedničkim fondovima indiciraju koliku su uspješnost portfolio menadžeri imali u proizvedenom povraćaju u apsolutnom i relativnom smislu. Brojne studije su prihvaćene, uvijek, kada prethodne performanse nijesu realan predskazatelj budućih performansi. Prethodne informacije nude neke indikatore o kompetencijama menadžera fonda. Pojedini menadžeri su više agresivni i uzimaju veći rizik od ostalih što pokazuje šire fluktuacije u proizvedenom povraćaju. Ovakav povraćaj bi imao veću vremensku težinu od njegove valutne dimenzije. Globalno, performanse koje predstavljaju prethodno navedeni prosjek kako na rastućem tako i na opadajućem tržištu ocjenjuju se kvalitetnim fondom. Veoma je važno izvršiti konzistentnu demonstraciju naročito u slučaju kada se dešavaju opadajući trendovi na tržištu. Na primjer, ukoliko je investirano u fond 1.000 dolara i došlo je do rasta od 25% u jednoj poslovnoj godini a zatim do pada od 5% u narednoj poslovnoj godini to će krajnja vrijednost za ove dvije godine biti 1.187, 50 dolara. Ukoliko drugi fond poraste za 50% u jednoj i padne 30% u narednoj godini krajnja vrijednost će biti 1.050 dolara. Tržišne performanse, faktički, često ističu razlike jednog portfolio menadžera od drugog. Mnogi menadžeri imaju dobar pogled na rastuća tržišta, ali te generalizacije nijesu primjenljive na opadajuća tržišta. Performanse opadajućih tržišta ne bi bile procijenjene samo za kalendarsku godinu već bi bilo veoma važno da se sagleda period za čitav opadajući ciklus. Poenta je u činjenici da donja granica performansi može biti maskirana ukoliko su samo performanse na kraju jedne godine ispitane. U ovom slučaju dvomjesečni period može biti veoma važan za uspostavljanje razlike između menadžera i stoga bi performanse za taj period trebale biti poznate. Konačno, fondovi koji demonstriraju konzistentnost su generalno podržavani od menadžera se specifičnim investicioni stilom koji je kontinuiran bez obzira na tržišne fluktuacije. Ovo je karakteristika kvalitetnih menadžera i to bi bila kontrolna tačka tokom procesa selekcije fondova.

Komparacija performansi između fondova strukturirana je tako da se upoređuju fondovi *sličnog tipa, stila i ciljeva*. Upoređivanje dugoročnih performansi akcijskih dohodnih fondova sa akcijskim fondovima rasta, na primjer, nije pravedna komparacija. Komparacija akcijskih indeksnih fondova sa ukupnim ulogom rastućih i dohodnih fondova, uvijek je prihvatljivija.

Nesporno je da fondovi imaju dva glavna i veoma različita investiciona stila: rast i vrijednost. Oba dokazuju svoju vrijednost protokom vremena, ali često u suprotnim ciklusima. Sa rastućim fondovima van koraka vrijednosti fondova za određeni broj godina nastavlja se preokret u liderstvu. Za male kapitalno vrijedne fondove, na primjer, upoređivanje bi se vršilo sa ostalim fondovima koji u svom portfelju posjeduju male

kapitalno rastuće kompanije. Jedina teškoća u ovim poređenjima je u tome što su neki fondovi pogrešno klasifikovani kao što je prethodno pomenuto. Samo analiza investicione politike fondova i hartija u njihovom portfelju će otkriti pogodnu klasifikaciju fondova. Fondove performanse, takode, mogu biti upoređivane odgovarajućim indeksima, poput Standard&Poor's, Australijskim ili indeksima sa Dalekog Istoka. Pitanje koje bi bilo postavljeno: » Šta je prihvatljiva ocjena za procjenu sposobnosti portfolio menadžera za demonstraciju kompetencija u fondovoj investicionoj politici?«. Ovo će obezbijediti druge mjere relativnih performansi, ali ponekad traži prihvatljiv index koji može biti različit.

Dodatne tehnike u performansama upoređenja su ograničenja koja tretiraju prioritetnu podršku fonda. Sada postoji mnoštvo klasifikacija fondova, ali u različitim vremenskim periodima potrebno je njihovo povremeno preispitivanje. Na primjer, jedan fond može biti rangiran po rejting servisu sa najboljim performansama za rastući fond ispod 50 miliona dolara aktive za poslednjih pola godine. Drugi fond može biti rangiran kao prioritetan rastući fond sa aktivom preko 50 miliona dolara za poslednjih 12 mjeseci. Oba fonda mogu zahtijevati najviši rang, ali se mora objelodaniti kategorija i broj fondova u datoj kategoriji. Nadalje, mnogi fondovi dosežu najvišu poziciju radeći ono što je racionalno protivno riziku investitora koji se nikada ne koncentrišu na jedan segment tržišta poput tehnologije. Visoko rangirani fondovi za 6 mjeseci ili jednu godinu postaju sektorski fondovi. Ova koncentracija na povećanje rizika u cilju dosezanja samog vrha jednostavno je rezultat prihvatanja visokog rizika kao fenomena. Faktori koji su uticali na to da fond dođe do vrha mogu ga vući ka dnu u narednoj godini. Sasvim je sigurno da akcijski fondovi koji vrše diverzifikaciju kroz industriju neće biti prvi u nekoj pojedinačnoj godini. To upravo znači da ova diverzifikacija nije prikladna za vrh ili dno rangiranih fondova. Zato je neophodno izvršiti rangiranje i upoređivanje fondova prema performansama kojim se upoređuju slični fondovi sa prikladnim ciljevima klijenata i situacija.

Apsolutne *performanse* su nedovoljan razlog za selekciju fondova zato što fondovi mogu imati visok povraćaj uz preuzimanje ogromnog rizika. Rizik može postati evidentan u narednom tržišnom ciklusu. S toga, fondove performanse treba da budu analizirane u zavisnosti od relativnog rizika. Dva su mjerila za prilagodavanje rizika povraćaju : (1) Sharpe indeks i (2) Treynor index. Formule za ova dva indikatora su:

Sharpe index = $R_p - R_f / SD$

Treynor index = $R_p - R_f / \beta$

Pri čemu je : R_p – portfolio povraćaj

R_f – slobodna stopa povraćaja

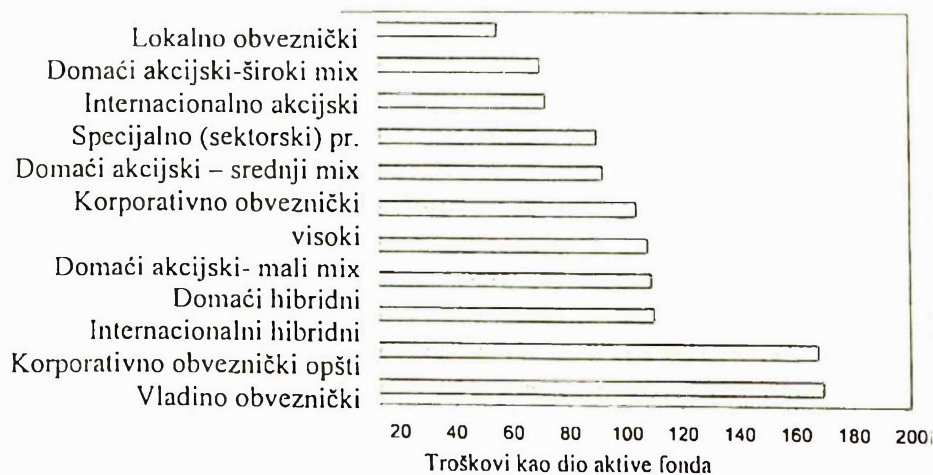
SD – standardna devijacija

Ovaj ratio se ne može koristiti za sva poređenja ali je veoma upotrebljiv za upoređivanje dva fonda. Fond sa višim indeksnim indikatorom je bolje prilagodljiv određenom riziku. Neki zajednički fondovi svojim servisom obezbjeđuju podatke o ovom indeksu. Druga mjera rizika prilagođenom povraćaju naziva se Jensen indeks performansi, koji uključuje koncept alfa. Alfa indikator govori o aktuelnim performansama i njihovom relativnom uticaju na dati rizik. Neki zajednički fondovi, takode, obezbjeđuju alfu fonda.

Drugi važan faktor u selekciji zajedničkih fondova je *kontinuitet portfolio menadžmenta*. Neki fondovi se identifikuju sa individualnim menadžerima tokom dugog perioda i to podrazumijeva vezivanje uglednih ličnosti za dati fond. Kada menadžeri uspiju napraviti dugoročan uspjeh sa prosječnim performansama, investitori prirodno gravitiraju ka njima. Zbog toga investitori udružuju visoke performanse fonda sa personalnim sposobnostima (vještinama) menadžera i otuda proizilazi zainteresovanost za kontinuitet

menadžmenta. Kontinuitet menadžmenta je ostvaren kada portfolio menadžer (ili menadžment tim) koji se razvija nekoliko godina kontinuirano upravlja datim fondom. Gubitak referentnog menadžera ne znači uvijek slabije performanse fonda u budućnosti ali podsjeća na oprez kod investitora koji bi trebali imati posla sa novim menadžerom. Neki fondovi koriste »odbor (komitet)« sistem kod investicionog menadžmenta. Portfoliom upravlja tim profesionalaca a ne jedna ključna persona. Argument u favorizaciji ovog sistema su rezultati fondovih performansi analizirani od strane osoblja investicionih savjetnika koji govore o preferenciji portfolio menadžera u odnosu individue. U stvari, radi se o tome da je prikladnije opredjeljenje za nastavak dobrih performansi iz prošlosti.

Provizije i obaveze asociraju sa pojedinačnim fondom važna razmatranja koja su bazirana na lakom pronalaženju na početku prospekta. Provizija reducira povraćaj investitora: ona je obaveza iz vrijednosti fonda, uprkos tome što je investicioni povraćaj generisan. Dok se performanse teško predskazuju, godišnje provizije će definitivno uticati na performanse, (koje će biti u neto iznosu nakon godišnje provizije) i / ili usluge ponudene investitoru. Godišnje provizije su veoma važne za fondove tržišta novca i sekundarno, za obvezničke fondove zato što oni teže nižem povraćaju koji se odnosi na akcijske fondove usled prirode svojine hartija. Troškovni racio fonda je suma operativnih troškova, menadžerskih provizija i 12b – 1 provizija kao procenta od fondove aktive. Svaka provizija i trošak se isplaćuju iz fondove aktive. Nijedna prodajna provizija za investitora niti brokerska provizija plaćena iz fonda nije reprezentovana u ovom raciju. Konvencionalna mudrost nam govori da treba smatrati troškovni racio kao dio fondovske selekcije odluke. Ali se nameće pitanje kada je troškovni racio nizak ili visok? Sledeći grafik je razvijen od podataka kompiliranih od strane Morningstar mutual funds. Na grafiku je prikazan prosječni troškovni racio za popularne tipove fondova. Domaći akcijski fondovi su kategorisani prema veličini kapitalizacije (veliki, srednji i mali) i prema investicionom stilu (vrijednosni, miješani i rastući). Ovaj racio može biti korisan reper za presuđivanje pojedinačnih fondovskih troškovnih racija sa aspekta veličine. Treba permanentno imati u vidu da je poređenje moguće samo za fondove istog tipa.



Sl.7.2. Troškovni racio prema tipu fonda¹²⁰

¹²⁰ Morningstar Mutual Funds, January 31 1997, p. 88

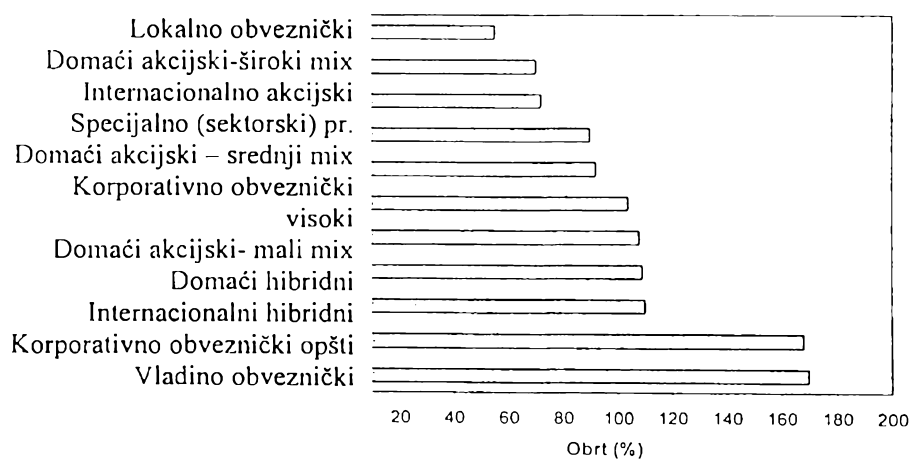
Mnogi fondovi teže sličnim *uslugama i planovima*, i ukoliko je u pitanju pojedinačna potreba ona bi bila napravljena kao razlika u selekciji jednog fonda od drugog. Na primjer, neki investitori prepoznaju dobru finansijsku uslugu praveći periodičnu ponudu kroz automatsko zaduženje čekovnog računa. Kao sledeći primjer, privilegija promjene je više primjenljiva na fondove koji su članovi šire familije fondova. S toga, zavisno od okolnosti, usluge i planovi nudi od fonda mogu biti različito napravljeni zavisno od selekcionog procesa.

Kada je *period postojanja fonda* u pitanju, onda je tradicionalni savjet iskusnih investicionih profesionalaca: » Izbjegavajte one koji su mladi od 5 godina ili koji nijesu prošli kroz opadajući i rastući tržišni ciklus. Potrebno je i logično da su fondovi i njihovi menadžeri prošli »test vremena«. Na primjer, kada menadžer sa visokim performansama napušta ustanovljeni fond otvarajući novi istovjetnog tipa – ovo nije razlog za odbacivanje novog fonda. Vjerovatno će u ovom slučaju, menadžer dokazane sposobnosti primijeniti na novi portfolio. Menadžerska kontrola fonda obezbjeđuje veću pouzdanost od drugih pozitivnih karakteristika fonda poput kontinuiteta menadžmenta. Konvencionalna mudrost izbjegavanja novog fonda može, takode, biti preispitana kada se novi fondovi nude od strane investicionog savjetnika sa uspjehom na izvjesnim tržištima. Na primjer, ukoliko grupa fondova sa nekoliko odličnih akcijskih fondova kojima upravlja odbor menadžera izdaje novi akcijski fond, poput fondova sa malom kapitalizacijom, taj novi fond bi bio smatran zadovoljavajućim za investitore koji traže povlašćen položaj na određenom tržišnom segmentu. Kao što je poznato, investicioni savjetnik ima personalno i resursno mjesto u upravljanju uspjehom fonda.

Efekti veličine fonda (totalne aktive) na njegove performanse su nerijetko subjekt debata. Može li fond biti » veliki za upravljanje« efektima? Ili, suprotno, može li fond biti toliko mali da stekne upravljački talenat i povratnu kancelariju resursa u susret investitorskim potrebama za usluge i performanse. Odgovor na ova pitanja zavisi od tipa kupovine fondova. Generalno, veličina je prednost za fondove tržišta novca i obvezničke fondove. Međutim, postojanje jasne cijene je prednost u trgovanju širim blokom akcija kao i veličina kreirane ekonomske skale koja pomaže nižim operativnim troškovima. Kada su u pitanju akcijski fondovi, argumentacija pro i contra veličina je manje jasna. Faktički, lista konzistentno akcijskih fondova sa prosječnim performansama nerijetko sadrži i fondove veće i manje veličine. Za fondove sa višom kapitalizacijom, postoji manja evidencija čija veličina osjetno utiče na performanse. Za fondove sa malim kompanijama postoji prednost za postojanje njihove veličine. Istaknute akcije malih kompanija su relativno u broju i generalno prorijeđene u trgovini, praveći teškoće za više fondove u građenju značajne pozicije u nekoj od kompanija prilikom pomjeranja njene negativne cijene. Prema pozitivnoj regulativi zabranjena je diverzifikacija u svojini većoj od veoma malog procenta emitovanih akcija neke kompanije (10%). Stoga, kad fond postane širok, njegove performanse su manje izvještane u odnosu na odlične akcije ili »vruće« nove emisije. Umjesto osvajanja manjeg broja akcija oni mogu nadgledati i trgovati efektivno, širim fondovima sa manjom sopstvenom pozicijom. Ovo ima dvije objektivne prepreke: (1) Razvodnjavanje vremena i pažnje portfolio menadžera i (2) Razvodnjavanje efekata visokih performansi emisije portfolija u cjelini. Kada mnogi široki fondovi kontinuirano rade dobro kao rastući i veliki i, postoji opasnost da fondovi postanu statistički reprezentativni na tržištu pa u cjelini poprimaju suštinski karakter. S toga bi performanse ukupnog fonda bile - po definiciji – »tržišni prosjek«. Pri čemu, troškovi njihovog profesionalnog osoblja, uvijek kreiraju operativne troškove koji bi povlačili povraćaj neznatan u odnosu na tržišni povraćaj.

Portfolio obrt je naredni selekcionni faktor pri izboru svakog fonda. Brz i furiozan obrt generiše visoke komisije i ponudbene transakcione troškove, koji kažnjavaju obrt. To rezultira u većoj realizovanoj kapitalnoj dobiti, koja postaje poreska obaveza akcionara fonda. Kada se troškovi visokog obrta prevode na visoki povraćaj na osnovu prilagođenog rizika može biti ograničen analizama performansi. Visok obrt može indicirati da portfolio menadžeri svojim naporima nastoje privući kratkoročna izvrtnja i obrte na tržištu, što teško donosi neki uspjeh ili može indicirati promjene u stilu ili investicionoj filozofiji u nastavku njenog tekućeg provođenja. U jednoj i drugoj situaciji visok obrt se, generalno, smatra kao negativna karakteristika fonda. Investitori i njihovi savjetnici rutinski teže da posmatraju ne samo ratio troškova već i obrt hartija u fondovom portfoliju kao dijelu selekcionog procesa. Ovdje se nameće pitanje šta je sa kriterijumima koji bi bili korišćeni kao stopa obrta? Grafikon u nastavku indicira prosječnu stopu obrta između nekoliko popularnih tipova fondova. Ova stopa je koristan i upotrebljiv podatak kojim se može ocijeniti obrt fonda. Kao i na prethodnom grafikonu, akcijski fondovi su kategorisani u skladu sa veličinom kapitalizacije (široki, srednji i mali) i prema investicionom stilu (miješani predstavlja kombinaciju vrijednosnog i rastućeg stila)

Prethodni faktori su veoma važni u razmatranju selekcije zajedničkih fondova. Ukoliko klijent traži fondove čije su odlike: visoko prilagodljiv rizik povraćaja, niže provizije, niži obrt, konzistentan menadžment i ostale pozitivne karakteristike, selekcija bi bila laka. U stvarnosti, ogromna većina fondova je mješavina pozitivnih i negativnih karakteristika. S toga, investicioni profesionalci moraju biti u korektnoj profesionalnoj kondiciji da bi izvršili kvalitetnu procjenu u selekciji najpodesnijeg fonda za klijente.



Sl. 7.3. Portfolio obrt prema tipu fonda

7.7. Spoljni izvori informacija

Nezavisni izvori informacija mogu biti od neprocjenjive vrijednosti prilikom selekcije zajedničkih fondova. Oni tipično obezbjeđuju informacije koje bi značajno uticale na uvećanje vremena potrebnog za sticanje informacija i njihovu analizu. Svaki izvor ima sopstveni: stil, poredak i analize podataka koji na specifičan način pristupa

određivanju rizika i rejtinga performansi. Uz korišćenje podataka iz prospekta, izvještaja sa dodatnim informacijama i periodičnih izvještaja spoljašnje informacije su izvor koji proces provjere, ocjene i selekcije fondova čini efikasnijim. Jedan od dobro poznatih izvora informacija o fondovima je *Morningstar Mutual Funds*.¹²¹ Ovaj servis obezbjeđuje različite informacije na jednostranom formatu koje se sastoje od :

- Opšteg opisa sa analizom fonda;
- Informacije o performansama (godina po godinu za različite periode rangiranja od 3 mjeseca do 15 godina);
- Komparacija performansi uz prikladan index;
- Portfolio analiza prikazana glavnim holdingom ili sektorskim rastom cijena;
- Investicioni stil fonda;
- Troškovi i provizije;
- Relativna mjera rizika poput beta koeficijenta, alfa koeficijenta, standardne devijacije ...
- Godišnji podaci sa troškovnim racijom, stopom obrta, neto imovinom ...

Mutual Fund Profiles je kvartalna publikacija koja je nastala zajedničkim ulaganjem Standard & Poor's - a i Lipper analitičkog servisa. On nudi pola strane sumarnih podataka poput:

- Investicione politike;
- Ocjene performansi i prinosa;
- Jednogodišnjih, petogodišnjih i desetogodišnjih podataka (sa komparacijom sa prosječnim sličnim tipom fondova);
- Petogodišnji podaci o totalnom povraćaju, distribuciji, neto vrijednosti aktive, troškovnom raciju i procentu povraćaja;
- Rangiranje sa 5 – godišnjom varijabilnošću;
- Procjena tržišne faze u odnosu na tekuću fazu, prethodna faza rasta i faza ranijeg pada;

Wiesenberger servis investicionih kompanija ¹²² obezbjeđuje mjesečno »Ažuriranje podataka o zajedničkim fondovima« koje se sastoji iz dva dijela, pri čemu »Izvještaj zajedničkog fonda« sadrži između ostalih stvari:

- Sumarne informacije za različite tipove fondove;
- Sumarne različite diferencirane indekse;
- Izvedeni vrh fonda, globalan i sa ciljevima za različite vremenske periode;

Ova publikacija, takode, sadrži članke o investiranju u zajedničke fondove, intervju sa istaknutim podacima o industrije zajedničkih fondova i kratke paragrafe koji pokrivaju razvoj izvjesnih fondova. Drugi dio »Zajednički fondovi - Performanse i investicioni ciljevi« sadrži:

- Alfabetски listing fondova po ciljevima sa različitim performansama i rangom;
- Performanse u rastućem i opadajućem ciklusu;
- Odgovarajući rejting od 1 do 99 kao mjera podešavanja performansi rizika;

Wiesenberger servis, takode, publikuje godišnji izvještaj tzv. Godišnji izvještaj o investicionim kompanijama za tekuću godinu. Ovaj izvještaj na 1 500 strana pokriva generalne teme poput » Zajednički fondovi ili otvorene kompanije« i » Kako selektirati zajedničke kompanije« kao dobre ali i različite podatke za specifične zajedničke fondove. Ovi podaci uključuju kratak opis fonda, statističke podatke, 10 – godišnje podatke o distribuciji, troškovni racio, prinose, neto imovinu, rast troškova sektorskog portfolija i šireg holdinga i informacije o performansama. U nastavku se, takode, publikuju fondovska

¹²¹ Brower K. and Janachowski S.: " Mutual Fund Mastery", pg. 45-50

¹²² Wiesenberger Investment Comanie Service:" Investment Companies Yearbook 1999"

beta, alfa, standardna devijacija. Varijabilni anuiteti i zatvoreni fondovi su razmatrani u posebnoj sekciji.

Vrijednosna linija savjetnika zajedničkih fondova je servis koji obezbjeđuje različite informacije na jednostranom formatu. On obezbjeđuje opšti opis i analizu fonda, sa opštim informacijama poput telefonskog broja, investicionog savjetnika, minimuma investicije, podataka o početku rada... On, takođe, daje:

- Portfolio holdinga, sektorski rast cijena i imovinsku kompoziciju;
- Istorijski poredak podataka, poput portfolio obrta, neto aktive, totalnog povraćaja za poslednjih 15 godina;
- Informacije o performansama od 3 do 20 godina;
- Troškove, menadžment stil i tekuće portfolio menadžere;
- Alf, betu i standardnu devijaciju;

Ovaj servis takođe obezbjeđuje dvije vrste rangiranja, pri čemu jedan obuhvata rangiranje koje mjeri različite kriterije performansi, uzima rizik u račun i rangira rizik prikazujući ga kao ukupni nivo rizika kao da je fond tuđ. Ovo rangiranje od 1 do 5 pokazuje najbolje prilagodljive performanse ili najmanji rizik.

Institut za investicione kompanije nudi različite publikacije koje se odnose na zajedničke fondove uključujući statistički godišnjak zajedničkih fondova. Ova godišnja publikacija ima dvije glavne sekcije – tekstualni i segment sa podacima. Prvi pokriva opštu istoriju i razvoj industrije, ključne benefite i karakteristike zajedničkih fondova, način njihove prodaje i godišnje trendove zajedničkih fondova. Dijagrami, grafici i tabele ilustruju prodaju, aktivu, iskup, zamjenu i ostale trendove koji pomažu čitaocu da uporedi postojeću sa prethodnom godinom. Ovi podaci se sastoje od:

- Industrije totalne aktive, akcionarskog računa i broja fondova;
- Dugoročnih fondova (akcijskih, obvezničkih i dohodovnih fondova) sa pregledom akcionarskog iznosa aktive i tipovima akcionarskog računa, sa podacima o aktivu, prodaji, otkupu, neto prodaji, kupovnom portfoliju i prodaji dugoročnih fondova;
- Kratkoročni fondovi (oporezivi i neoporezivi fondovi tržišta novca) sa oba pogleda na fondove tržišta novca i podatke koji pokrivaju aktivu i iznose ovih fondova;
- Promjene kod svih fondova u skladu sa investicionim ciljevima;
- Penzioni račun i penzioni plan prilikom samozapošljavanja kao investicioni cilj;
- Podaci o institucionalnim investitorima sa aspekta aktive i iznosa.

Direktor zajedničkih fondova, publikovan godišnje, je, takođe, podijeljen na dva dijela. Prvi dio je tekst koji opisuje zajedničke fondove u generalnim terminima, kako se njima operiše, koje servise nude, kako su regulisani i koje su ključne tačke u čitanju prospekta. Ova sekcija kontinuirano nudi kratku deskripciju različitih tipova zajedničkih fondova. Posebno su tretirani varijabilni anuiteti i unit investment trustovi. Drugi dio ovih publikacija je direktorijum sa blizu 5.500 zajedničkih fondova. Informacije za svaki fond uključuju njegovo ime, adresu, telefonski broj i savjetnika investicionog fonda.

Ostale publikacije Instituta za investicione kompanije uključuju: »*Uputstvo za čitanje prospekta zajedničkog fonda*«, »*Zajednički fondovi tržišta novca*«, »*Registarska knjiga subjekata koji prodaju zajedničke fondove*«, »*Kako koristiti benefite u prodaji zajedničkog fonda*« i dr.

Raznovrsni poslovni magazini periodično obezbjeđuju specijalne izvještaje za zajedničke fondove. U ovom slučaju ćemo navesti primjer dva najpoznatija glasila. Forbes je magazin koji svoja izdanja fokusira samo na zajedničke fondove. On ima nekoliko opštih članaka o fondovima. Članci su pokriveni sa nekoliko tabela o tipovima fondova. Magazin gradi fondove performanse na rastućem i opadajućem tržištu od najvećeg ka najmanjem. Tabele, takođe, uključuju analizirani totalni povraćaj za poslednjih 12 mjeseci i 5 godina, maksimalne prodajne troškove, godišnje troškove na 100 dolara i za akcijske

fondove težinu prosječne cijene po zaradi i srednju tržišnu kapitalizaciju. Za obvezničke fondove, to supstituiše prinos i težinu prosječnog dospjeća u godinama zarada i tržišne kapitalizacije.

Svake godine, obično krajem februara, *Business Week* publikuje jedno izdanje sa kontinuiranim rejtingom akcijskih fondova i posebnim osvrtom na izdanja o obvezničkim fondovima. Pokriće se obično ostvaruje revijom sa različitim tipovima fondova i njihovim performansama tokom poslednje godine. Individualni fondovi sa najviše prilagodljivim performansama rizika su posebno naznačeni. Ovaj materijal se nastavlja u *Forbesovom* »Semaforu zajedničkih fondova« alfabetskom prezentacijom fondova. Stopa fondova od tri rastuća crvena niza indicira na superiorno prilagodljive performanse rizika do tri plava niza nadolje koji indiciraju na veoma siromašne performanse. Njihova stopa za obvezničke fondove uključuje veličinu imovine, proviziju (prodajnu proviziju i troškovni racio), 1-, 3 i 5 – godišnji totalni povraćaj; portfolio prinos i prosječno dospjeće i trend u fondovskim relativnim performansama za poslednja tri perioda od dvanaest mjeseci. Za akcijske fondove, to reprezentuje rejting, ciljeve fonda, veličinu imovine, neto provizije, 1, 3, 5 i 10 – godišnji totalni povraćaj i desetogodišnji relativni trend performansi, podatke o portfolioju, risk (njihov rizik i faktore rizika) i telefonski broj.

Pored toga i sledeći magazini, poput *Money*, *Financial World*, *Kiplinger's Personal Finance Magazine* i *Barron's* takode, povremeno daje kraće ili duže storije zajedničkim fondovima i njihovim performansama. U nastavku, *The Wall Street Journal* i poslovna sekcija vodećih novina periodično pokrivaju ove fenomene.

7.8. Servisi zajedničkih fondova

Prilikom izbora grupe fondova, performanse mogu biti jedini faktor koji opredjeljuje konačnu odluku. Ali selektovana grupa bi bila, takode, prihvatljiva sa aspekta troškova kada bi bile date vrste usluga koji će biti korišćene. Performanse i troškovi mogu biti zadati ranije. Velike fondovske kompanije ovom fenomenu posvećuju izuzetno ozbiljnu pažnju. Oni znaju da ljudi jednostavno ne tolerišu neadekvatne telefonske veze, oskudno pisane izvještaje i ostale vrste inferiornih servisa.

Da bi se našle informacije o servisima koje fond pruža potrebno je konsultovati sekciju o akcionarskim servisima u prospektu. Prospekt daje relativne informacije koje mogu biti potrebne investitoru u cilju efikasnog poslovanja grupe fondova. Na primjer, izlaganje detalja o dividendi i kapitalnoj distribuciji, limitirane promjenama fonda, minimalni račun koji mora biti sačuvan i drugi specijalni uslovi koji su locirani na specijalni iskup. U narednom dijelu rada dajem kratak osvrt na određene servise koje zajednički fondovi pružaju akcionarima:

Ponuda akcija – svaki investitor može zahtijevati inicijalnu investiciju na specifični iznos, najčešće od 100 dolara do 5 000 dolara. Dodatni iznos može biti sistematično ili periodično investiran na niži iznos najmanje 25 dolara bez maksimalnog ograničenja.

Pravo na akumulaciju – daje mogućnost akcionarima da iznos tekuće ukupne vrijednosti svih akcija koji je u svojini fonda uz saglasnost menadžmenta usmjeri ka kupovini dodatnih akcija u prekidnoj tački štednje u kojoj se ostvaruje dobit. Inicijalna tačka prekida varira za različite fondove i može početi sa 5.000, 10.000 ili 25.000 dolara. U opštem slučaju tačka prekida je strukturirana kao što je prikazano na sledećoj tabeli:

Račun kupovine	Prodajna provizija	Uobičajena dilerska provizija
manje od \$10,000	8.50%	7.50%
\$10,000-24,999	7.50%	6.50%
\$25,000-49,999	5.75%	5.20%
\$50,000-99,999	4.00%	3.60%
\$100,000-249,999	3.00%	2.70%
\$250,000-449,999	2.50%	2.25%
\$500,000-999,999	2.00%	1.80%
\$1,000,000 i više	1.00%	0.90%

Tabela 7.9. Tipična tačka prekida¹²³

Penzioni plan – omogućava investiranje na penzioni račun i realizaciju penzionog plana akcionara ili njegove porodice.

Automatski investicioni plan – nudi jednostavne strategije koje su najbolje i najprofitabilnije. Automatski investicioni plan dozvoljava investiranje fiksirane sume periodično, na primjer 100 dolara, u dizajnirani fond.

Automatsko reinvestiranje – omogućavaju svi fondovi i ono se odnosi na reinvestiranje dividende i distribuciju kapitalne dobiti dodatnim akcijama. Tipično moguće je izabrati jednu od sledeće tri opcije: (1) Reinvestiranje dividende i kapitalne dobiti; (2) Prihvatanje dividende u gotovini ali reinvestiranja dobiti i (3) Prihvatanje dividende i kapitalne dobiti.

Transakcije telefonom ili kompjuterom – podrazumijevaju kupovinu ili prodaju akcija telefonom ili računarom na način što investitor da instrukciju banci koja već ima uspostavljen servis sa fondovskom kompanijom. Transakcija putem telefona je moguća uz uslov da je banka član mreže automatske klirinške kuće.

Izdavanje čekova – omogućavaju fondovi novčanog tržišta i obveznički fondovi ali ne i akcijski portfolio.

Plan povlačenja – mnoge grupe nude sistemski program izvlačenja novca. Koristeći ovaj model moguće je izvjestan minimum investirati, obično 10 000 dolara, pri čemu se povlači minimum, na primjer 50 dolara.

Periodični izvještaji i poreske informacije – se prosleđuju investitorima u formi: potvrdnog izvještaja, računa aktivnog iskaza, poreza na dividendu i poreza na kapitalnu dobit.

Izvještaj akcionarima – se prosleđuje polugodišnje i godišnje, a u nekim slučajevima i kvartalno.

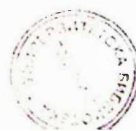
Informacije telefonom ili računarom – se proslijeđuju od strane fonda po tekućim cijenama a ponekad i besplatno, s tim što je ovaj servis nekada moguće dobiti i besplatno.

Edukativna literatura i bilteni – su proslijeđeni akcionarima u određenim vremenskim intervalima. Ovo uključuje pamflete ili vodiče koji pokrivaju određene oblasti, investiranje fiksnog dohotka, internacionalno investiranje, varijabilne anuitete i sl.

Pored ovih servisa zajednički fondovi obezbjeđuju i sledeće vrste servisa:¹²⁴. (1) Jednostavni penzioni plan zaposlenih; (2) Servise jemca; (3) Individualni penzioni plan samozaposlenih; (4) Konkurentске ponude; (5) Privilegije zamjene akcija jednog fonda od drugog; (6) Korporativni penzioni plan i (7) Privilegiju iskupa akcija.

¹²³ Saenger W.B.: Marketing Mutual Funds and Limited Partnerships to Your Life Insurance Clients, pg. 129.

¹²⁴ Harper L.V.: "Handbook of Investment Products and Services", pg. 181



III Osnovna pravila investiranja u industriju hartija od vrijednosti

8.1. Etičko ponašanje i moderna industrija hartija

Poslovi investiranja, maloprodaje i institucionalni nivo zavise od povjerenja: povjerenja između investitora i emitenata (pri čemu direktori i menadžeri aktivno štite interese investitora), interesa između investitora i brokera / dilera (pri čemu brokeri / dileri marljivo istražuju preporučene hartije od vrijednosti) i između investicionih profesionalaca i njihovih firmi (kada firme neće da rade adekvatan posao u istraživanju investicionih proizvoda oni podstiču njihove agente na ponudu). Brokeri / dileri i investicioni profesionalci moraju uvijek ponuditi značajan stepen povjerenja svojim klijentima (klijenti će ići u susret njihovim obavezama u poravnanju marginalnih i kreditnih zahtjeva i neće pokušavati navoditi investicione profesionalce ili brokere/dilere na iluzorne poduhvate).

Uslov povjerenja je set povraćaja u kome su finansijski ulozi ekstremno visoki a performanse pritiska veoma intenzivne i podesne za samobogaćenje u prodornim tržišnim nišama. Investicioni profesionalci imaju najčešću etičku situaciju koja je sublimacija zabrinutosti i interesa, zbog etičkih zahtjeva prema nekoliko subjekata kao što su: klijenti, kompanije, dilerske/brokerske kuće i dr. U industriji hartija se može napraviti milion transakcija svake godine koje nose u sebi mogućnost da se mnogim djelovima naprave nekoliko prekršaja regulative i etičkog vladanja uz snažan iskaz integriteta svih učesnika. Prilikom kršenja regulative dešava se arbitraža u nekim individualnim djelovima kompanija sa etičkim standardima i njihovom traženju za personalnom zaradom.

Najčešće individualni investitori koji prave novac hvale svoju ideju. Kada dode do gubitka novca onda investicija iznenada postaje brokerova ideja i rizik koji se ne može objasniti sa aspekta individue što postaje iskaz minimalnog iskustva i skromnih finansijskih uslova. Arbitraža, koja je u ovim slučajevima okrenuta brokerima /dilerima, postaje opšta. Brokeri / dileri ne mogu biti potpuno besprekorni u ovoj oblasti ali teret dokaza pada sve više na investicione profesionalce i njihove kompanije. Zbog toga se čini izuzetno važna preporuka investicionim profesionalcima koja se odnosi na sledeće:

- Popuniti kompletno novu računovodstvenu formu, bez izuzetaka i permanentno je ažurirati kao regularnu bazu;
- Obavezno čuvati bjeleške i zapise sa sastanaka i konverzacija sa klijentom. Neke firme sada koriste dnevni planer ili sličan mjesečni dokument za sve aktivnosti.
- U slučaju ne postojanja redosleda naloga od strane klijenta investicioni profesionalac može biti nesaglasan sa planovima kupca. Ukoliko kupac istrajava na zahtjevu svog mjesta u redosledu, moguće su tri opcije: (1) Ne izvršiti njegov zahtjev; (2) Razgovorati sa menadžerom prije plasiranog redosleda; (3) Uraditi to samo ako kupac prethodno potpiše izjavu u kojoj formalno zadržava rezervu investicionog profesionalca o njegovoj akciji.

U slučaju arbitraže između klijenta i njegovih brokera, prva stvar koju arbitar ocjenjuje je ocjena nove računске forme. To je dokument koji daje mogućnost investicionom profesionalcu da spozna klijenta. Arbitar, zatim, posmatra podesnost investicija za klijenta, bilo da je nalog bio tražen ili da to nije slučaj. Kompletan i moderna nova forma računa donosi konverzaciju sa klijentom kao i ostalu značajnu dokumentaciju koja na duži rok može osporiti odlučivanje. Mnogi eksperti iz ove oblasti definišu razvoj rezonskih i podesnih investicionih ciljeva sa kojima treba nastaviti uz racionalan investicioni pristup u ostvarivanju istih. To je pouzdan savjet za menadžere koji žele kvalitetno servisirati svoje

klijente uz izbjegavanje odgovornosti. Ovaj kratak savjet je najbolji vodič za obavljanje biznisa u potencijalnom parničkom periodu.

Opšte pravilo koje je promovisano u Nacionalnoj dilerskoj asocijaciji razvijalo¹²⁵ se kroz set operativnih pravila za njihove članove. Ključ između tih pravila, objavljenih kao »sakupljena pravila nacionalne asocijacije diler« bila su »situaciona pravila« koja se koristiti kao opšta: Investicioni profesionalci moraju imati rezonski uzrok za povjerenje u pojedinačne investicione preporuke koje su prihvatljive za klijenta kada su u pitanju njegova ukupna finansijska situacija, prag rizika i investicioni ciljevi.

8.2. Postojeća regulativa i etički principi

Razvoj industrije hartija od vrijednosti i plasman finansijskih proizvoda koji su prihvatljivi za javnost, nosi sa sobom i činjenicu da javnost postaje familijarna sa skandalima. S toga se pojavljuju popularne knjige iz ove oblasti s kraja 80 – tih poput »Pljačkaškog klupka«, »Varljivog pokera« i sl.¹²⁶ To je, na žalost ponekad, jedini imidž u industriji hartija koji mnogi ljudi vide. Ovaj dio rada posmatra tekuće okruženje u industriji hartija od vrijednosti i kako ga promijeniti u američkim uslovima.

Zadatak indoktrinacije zaposlenih u modernim brokerskim firmama sa »etičkim standardima zajednice« je pravljenje više različitih snaga promjene koje predstavljaju kontinuiranu promjenu industrije, uključujući i ove koje ćemo dati u nastavku:

- **Promjene u strukturi individualnih firmi** – male korporacije i partnerstva karakterišu hartije od vrijednosti koje lagano iščekavaju ili imaju rast u nacionalne korporacije kojim upravljaju profesionalni menadžeri. Male, firme sa starim linijama u prošlosti su naginjale liderima koji bi ulivali firme sa sopstvenom vrijednošću i lojalnošću kupaca. Ipak, male firme su trasirale put nacionalnim, javnim korporacijama (i filijalama džinovskih korporacija) sa tradicijom i kontinuitetom liderstva koje dozvoljava duboko ukorijenjene etičke standarde – što postaje dio organizacione kulture, čak i uz djelimični gubitak. Ponekad je personalni obrt mnogo više rapidan nego što podriva povezane organizacione vrijednosti. Izazov liderima u cijeloj ekonomiji je bilo upravljanje i pridržavanje standardima koji znače trening, zatvorenu superviziju, specijalizovane službe i jasnu artikulaciju etičkih standarda od strane top menadžmenta.
- **Rastući naglasak na cijene i transakcije vs. povezanost** – komercijalno bankarstvo, investiciono bankarstvo i ostale maloprodajne brokerske firme su imale mogućnost dubinske analize dugoročnih povezanosti kupca u poslednjih četvrt vijeka na glavnim transakcijama baziranim na cijeni, boljoj kamatnoj stopi ili jedinstvenim karakteristikama proizvoda. Mnogi atributi ovih promjena na relaciji firma-kupac svoje uporište nalaze u finansijskoj deregulaciji. Kada je komisiona stopa bila fiksna, kamatna stopa je bila regulisana, proizvod je bio unificiran, pri čemu bi izvjestan tip institucija nudio određene tipove proizvoda, što bi bilo prihvatljivo za kupca koji namjerava napraviti transakciju. To je bio bolji biznis sa firmom koja je poznata kupcu, odnosno transakcija sa kupcem kojeg propoznaje kompanija. Deregulacija mijenja konkurenciju na fundamentalnom putu. Kupci u novim uslovima ili imaju bolje pretpostavke ili bolje kamatne stope.
- **Težina supervizije tehničkih specijalista** – dvadeset godina ranije, mudri direktori sa iskustvom razumjeli bi praktično sve kada bi išli u brokesku firmu: trgovinu, preprodaju i institucionalnu prodaju, obveznički desk, korporativne finansije i dr. Ali, kada su došlo do naučno-tehničkog progressa na Wall Street-u ovo se promijenilo.

¹²⁵ Kracaw A.W. and Campbell S.T.: "Financial Institutions and Capital Markets", pg. 191

¹²⁶ Leiser M. B.: "Ethics and Equite in Securities Markets", pg. 149

Snažne, moderne kompanije sada uspostavljaju uspostavljaju portfolio strategiju imunizacije, arbitražu rizika, pogramiranu trgovinu, elaboraciju strategije opcija i fjučersa i dr. pogodnih za klijenta i za njegov račun. Ove visoko tehničke aktivnosti nazivaju se praktično uzvišenim vještinama. Senior menadžment ponekad teško nadgleda ove aktivnosti tehničkog karaktera. Sposobnost prožimanja ovih specijalista sa etičkim tradicijama firme je, takode, napuštena. Više nego neko vrijeme u prošlosti, sada je moguće za finansijske specijaliste operisati u nerazumljivim ćoškovima organizacije za neizvršenje regulative ili etičkih ograničenja bez znanja menadžmenta obično sa poraznim konsekvencama.

Nekad se u biznisu, kao i u životu javljaju destruktivne dileme koje su takvog karaktera da se prilikom izbora može izvršiti odabir manje lošeg rješenja. Savim je izvjesno da su povremeno investicioni profesionalci suočeni sa ovako neukusnim izborom. Mnogo češće, izbor između etički pravih stvari i etičkih pogrešaka, sa pravim stvarima možda ne može biti manje finansijski vrijedan gledano kroz prizmu investicionih profesionalaca.

- **Dospjelo hipotekarno plaćanje** – predstavlja borbu investicionih profesionalaca koji imaju mjesečni produkt ili personalnog prihoda koji ide u susret ciljevima. Kada preostane jedna nedjelja u mjesecu komisiona, ona postaje manja od pola puta ka datim ciljevima. Kada je ukupno stanje loše, investicioni profesionalci se pobrinu za ukupnu investicionu klimu: kamatne stope se mijenjaju a akcije su precijenjene. Ukoliko pojedinac ima novac koji želi investirati, on ga stavlja na novčani račun i čeka da se investiciona klima poboljša. U međuvremenu, novi kupci obilaze institucije i traže povraćaj. Nameće se pitanje da li investicioni profesionalci savjetuju da se novac čuva ili investira u komisioni proizvod.
- **Klijent ima nerealna očekivanja** – je pojava koju karakteriše slučaj kada investicioni profesionalac ima na raspolaganju klijenta koji je visoko likvidan ali nije zadovoljan rezultatima savjetnika u pogledu stila, kontrole, široko kvalifikovanog penzionog plana i potencijalno investirane gotovine. On ima novac, interes za investiranje, investiciono iskustvo i postaje veoma dobar izbor kupca. Ali, takav klijent želi povraćaj od 20% – 25% i njemu su investicioni savjetnici neskloni najčešće zbog nepredvidivosti tržišta hartija od vrijednosti. Iskušenja ovoga tipa mogu biti velika, pri čemu kratkoročni benefiti od investiranja novca klijenta vjerovatno nijesu vrijedni potencijalnih dugoročnih teškoća u poslovanju koje može da ima investicioni savjetnik.
- **Diskrepanca (loš spoj) klijenata i investicionih profesionalaca** – se javlja sa klijentima koji posjeduju naviku za određenim finansijskim proizvodom. Takvi klijenti su navikli na trezorske hartije, certifikate o depozitu, štedne račune tržišta novca i dr. S druge strane su investicioni savjetnici koji svoje poslovne politike baziraju na fondovima tržišta novca, obveznicama lokalne uprave, akcijama, osiguravajućim proizvodima i sl. Investicioni profesionalci moraju filtrirati informacije i ne smiju ih posmatrati kroz prizmu humanih interpretacija.¹²⁷

Promijenjene okolnosti podrazumijevaju etičke i regulatorne promjene. Krajem 90-tih su se desile regulatorne promjene koje su se efektivirale na izvjesne investicione profesionalce u smislu dodatnog nivoa licenciranja. To se prije svega odnosilo na nametnute limite u dijelu telefonskih prodaja hartija od vrijednosti u izvjesnim časovima. Restrikcije se odnose na plaćanja penala u slučaju prekršaja. Investicioni profesionalci bi provjerili svoje aranžmane uvažavajući lokalne restrikcije pri čemu je respektovano korišćenje glasovnih poruka, tražnja poredstvom faksa i faks modema. Za biznis koji se odvija posredstvom telefona, »hladni pozivi« (pozivi brokera personi koja može postati

¹²⁷ Ellis D. C.: "Investment Policy – How to Win the Losers Game", pg. 51

potencijalni klijent) i ostale telemarketinške restrikcije su izazov na kome brokerske firme izgrađuju razvoj svog proizvoda.

Drugo važno polje zahtjeva je polaganje serije od 60 – tak ispita za investicione profesionalce prema jedinstvenom zakonu o investicionim profesionalcima. Sve više zemalja zahtijeva od investicionih profesionalaca da polože ovaj ispit ukoliko žele da svoj servis ponude u vidu usluge klijentima koji imaju dobar link sa profesionalnim menadžerima tržišta novca. Pored toga postoji kontinuirani program koji se sastoji od dvije komponente: (1) Regulatorni element i (2) Element firme; Regulatorni element zahtijeva od registranta da kompletira kompjutersku bazu trening sesije u odgovarajućem centru. Trening sesija mora biti kompletirana za 120 dana od druge, pete i desete godišnjice svake originalne registracije. Od ovoga su jedino oslobođene institucije koje su registrovane prije 10 godina od stupanja na snagu ovog zahtjeva.

Element firme se primjenjuje na sve registrante nacionalne asocijacije dilera koji imaju kontakt sa kupcima (bez obzira koliko su dugo bili registrovani) i njihovi neposredni supervizori. Ovaj element firme, kompanije članovi nacionalne asocijacije dilera, moraju sakupljati na nivou godišnje analize potrebnog treninga za obuhvaćene persone, razvoj napisanog i dostavljenog trening plana i dokument o prirodi izvođenja treninga. Firma element postaje efektivan u dvije faze. Prva faza se odnosi na trening analize potreba i trening plan, dok druga faza podrazumijeva trening opisan u planu.

8.3. Obaveze prema klijentu

Brokери/dileri kao agenti, odnosno investicioni profesionalci, su zaokupljeni odnosima između svojih zaposlenih (svoje firme) i svojih klijenata. Izvjesne etičke obaveze se manifestuju prema svakom subjektu na finansijskom tržištu. Ove firme se mogu bolje pozicionirati supervizijom između njih i njihovih agenata, koji je moguće posmatrati samo kroz obaveze investicionih profesionalaca prema klijentima. Mnoge obaveze su usredsređene na banke ili brokerske investicione profesionalce koji obezbjeđuju preklapanje seta usluga. Investicioni savjetnici sve češće preferiraju savjetnike sa sličnim investicionim ciljevima.¹²⁸

- **Fiducijarna obaveza** – prema »crnom zakonskom rječniku«, fiducijarna partnerstva egzistiraju kada jedna persona vjeruje ili se oslanja na drugu. Više specifična, fiducijarna povezanost nastaje svaki put kada je » samopouzdanost odložena s jedne strane, a dominacija i uticaj su rezultat drugog seta okolnosti«. U slučaju fiducijarnih relacija koji tretiraju investicione savjetnike i klijente, Američki Vrhovni sud (prema analizama Istraživačkog biroa za kapitalnu dobit iz 1999 godine) je opisao savjetničke obaveze kao »afirmativne obaveze sa najvećim stepenom povjerenja i punim i pravednim objelodanjivanjem svih materijalnih činjenica i fakata ». Ova fiducijarna dužnost je pogled na klijentov najbolji interes koji istovremeno predstavlja fundamentalnu obavezu prema njemu. To se ponekad naziva » obaveza za vjernost« i zahtijeva da se interes klijenta stavi ispred sopstvenog i sve ostale aktivnosti se prave potpuno sa jedinstvenim ciljem ostvarenja benefita za klijenta. U slučaju u kome se javlja konkurencija između interesa firme, investicionih profesionalaca i klijenata, fiducijarne obaveze zahtijevaju da klijentove obaveze budu u prvom planu. Jasan je naglasak na individuama koje moraju potvrditi fiducijarnu obavezu prema kupcu uključujući menadžera penzionog fonda, investicionog menadžera, čuvara dječijih računa, povjerenika zadužbina za školovanje i sl. Ovim subjektima je jasna fiducijarna pozicija i ona normalno ima diskrecionu poziciju u korist klijenta. Investicioni profesionalci sa diskrecionim računom takođe imaju fiducijarnu poziciju. Posljedica

¹²⁸ Heerwagen D. P. : "Investing for Total Return", pg. 151

fiducijarne obaveze su koncept »rezonske zaštite« i standard za koji važe »pravila obazrivog čovjeka«. Klasična definicija »obazrivog čovjeka« data u nastavku je artikulirana na Harvardskom koledžu još daleke 1830 godine: » Sve što se može zahtijevati od povjerenika je investiranje koje ima karakter vjernosti i primjene zdrave diskrecije spada u ovakav aspekt. On posmatra kako obazriv čovjek, diskretno i inteligentno upravlja svojim poslom, ne u pogledu špekulacija, ali zahtijeva permanentni raspored svojih fondova, razmatrajući vjerovatni dohodak, isto tako dobro kao i vjerovatnu štednju na kapital koji bi bio investiran « ¹²⁹ Za sve one koji posjeduju specijalizovane vještine, poput investicionih profesionalaca, primjenjuju se viši nivoi standarda nazvani »ekspertski standardi obazrivosti«. U bližoj prošlosti su iskustvene sposobnosti i finansijska teorija donijele viziju pada akcija koju su prepoznali profesionalni menadžeri tržišta novca. »Ekspertski standardi obazrivosti« su primjenljivi na profesionalne menadžere tržišta novca koji svoje vještine čine kompatibilnim sa ciljevima klijenata.

- **Oprezna pravila investiranja** – se primjenjuju u posljednjem vijeku i sa njima operišu povjerenici i klijenti. Po ovim pravilima, svaka potencijalna investicija je bila posmatrana sa svojim elementima rizika u izolaciji od portfolija investiranja i rizika kao mjere održavanja nominalne vrijednosti dolara. To je rezultiralo velikim pritiskom na povjerioci u ostale oblike investiranja u odnosu na gotovinske ekvivalente. Ova veoma restriktivna mjera za povjerenje investitora je bila olakšana protokom vremena od državnih zakona koji obezbjeđuju listu tipova investicija koju su povjerioci mogli sami da sačine. Ukoliko su se povjerioci nalazili unutar ove liste, oni bi bili obezbijeđeni sagledavanja svojih fiducijarnih obaveza zavisno od investicije. Lista varira posmatrano od države do države i funkcioniše kao vrsta ekspanzije ili sigurne zaštite od »pravila opreznih ljudi«. Posljednjih godina sudski slučajevi su prepoznali da portfolio gotovinskih ekvivalenata ne može biti oprezniji od ostalih, pri čemu postoji rizik realne vrijednosti uvijek kroz održanje nominalne vrijednosti dolara. Obazrivost bi bila mjerena radije podesnim miksom portfolija od ponovnih individualnih investicija. Ova spoznaja dolazi od saznanja poput » pravila opreznog investitora« i pojačanog formalnog iskaza u pravilima koja tretiraju ovu oblast. Istovremeno se razvijaju statutarne liste odobrenih opadajućih datih obećanja (uvjerenja) za koje su postojale intencije. Ranije, povjerioci koji su investirali jedino u imovinu prihvatili su listu koja bi bila popunjena podacima o fiducijarnim investicionim obavezama. Sada, investicije kao takve ne proizvode tzv. »oprezní mix«. Ova znatna promjena u pravilima upravljanja investicionom odgovornošću povjerenika (trustees) je rezultat rastućeg prepoznavanja validnosti portfolio teorije. Vjerovatno je Nobelova nagrada za ekonomiju za 1990 godinu iz ove oblasti bila primarno odgovorna za razvoj teorije i istovremeno glavni razlog za prihvatanje metodologije ne samo među ekonomistima, već i među pravnicima. Pravila »opreznih investitora«, koja zahtijevaju pažljivu ocjenu investicionih zahvata, stavljajući individualce koji upravljaju imvinom u inferioran položaj i povećavajući ulogu profesionalnih institucija koje upravljaju aktivom. Individualni povjerenici koji nemaju spoznaju informacija investitora će vjerovatno trebati da obezbijede savjete profesionalnih investitora sa punim fiducijarnim investicionim obavezama.
- **Obaveza činjenja javnim (objelodanjivanja)** – svih materijalnih činjenica i konflikata interesa je pokrivena ekstenzivnom državnim regulativom i profesionalnim pravilima. Investicioni profesionalci su, takode, napredovali u prikazivanju negativnosti i faktora rizika involviranih u investiciju koja se nudi klijentima. Na primjer, naglašavanje

¹²⁹ Droms G. W. and Powers J. J.: "Fiduciary Responsibilities of Investment Managers and Trustees", Financial Analyst Journal, July/August 1992.

investitorima bez iskustva da je činjenica kojom kamata i glavnica plaćene na 30 – godišnje trezorske hartije uz punu sigurnost Vlade ima nedostatak obrazloženja kako tržišna vrijednost nekih sličnih hartija fluktuirala sa promjenom kamatne stope što bi moglo da ima karakter neuspjeha emisije za javnost. Konflikt interesa egzistira u mnogim poslovnim relacijama. Njega je potrebno spriječiti ako se realizuje zajednički biznis. Konflikt interesa je jedino neetički kada nije objelodanjen zajedničkom zabrinutošću. Na primjer, brokerska firma ima investiciono-bankarske relacije sa određenom industrijskom kompanijom. Poslije nekog vremena, istraživački sektor brokerske firme obezbjeđuje regularni izvještaj o progresu industrijske firme u tekućoj preporuci za kupovinu njenih akcija. Brokerska firma izvlači jasan finansijski benefit iz činjenice da je ona jemac za akcije ili obveznice industrijske firme, što se može zapaziti kao korist za kompanijski top menadžment na koga se odnosi povoljan izvještaj. To bi bilo neetički, iz razloga što je brokerska firma preporučila akcije sa atributima koji nijesu bili objelodanjeni u istraživačkom izvještaju.

- *Obaveza uspostavljanja dijagnoze* – podrazumijeva obavezu poznavanja kupaca i istraživanja svakog finansijskog proizvoda preporučenog kao investiciju. Ova etička obaveza je podržana formalnim zahtjevima. Pravila ukazuju na važnost spoznaje esencijalnih činjenica o klijentu i njegovom računu. Pravila nacionalnog udruženja dilera zahtijevaju od svojih članova da imaju razuman pristup prilikom preporuka za pojedinačnog klijenta uvažavajući ostale hartije u holdingu, finansijsku situaciju i objektivne potrebe. Kada investicioni profesionalci prave preporuku za klijenta, oni to čine u svijetlu tekućeg ekonomskog okruženja i klijentove tolerancije rizika, finansijskih okolnosti, postojećeg portfolija aktive i formulisanih ciljeva. Obaveza uspostavljanja dijagnoze je važna u svakoj fazi planiranja investicionog procesa. Kada investicioni profesionalci sakupe i analiziraju informacije o klijentu, oni moraju težiti da nauče sve što je potrebno za pravljenje prilagodljive preporuke. Kao što investicioni profesionalci pripremaju, implementiraju, periodično izvještavaju i vrše reviziju klijentovih investicionih planova i portfolija oni, takode, moraju biti svjesni nekih promjena koji se odnose na klijentovu finansijsku ili poresku situaciju odnosno na šire ekonomsko okruženje.
- *Obaveza konsultovanja* – se veoma jednostavno ilustruje. Na primjer, pretpostavimo da je riječ o jedinstvenom vlasniku sa sposobnošću regulacije doprinosa penzionom planu. Pravljenje snažne preporuke, ako se sagleda sa dva aspekta može nositi sa sobom jasne prekršaje dvije relativne etičke obaveze: (1) Obaveza dijagnosticiranja tehničkih karakteristika i zahtjeva preporuke i (2) Obaveza konsultovanja sa ostalima koji imaju specijalizovana znanja za odlučivanje. Značajnije firme koje posluju sa hartijama od vrijednosti obezbjeđuju izvjesan period početnog treninga za nove investicione profesionalce. Oni, takode, uspostavljaju sektore posvećene specijalizovanim investicionim proizvodima poput: zajedničkih fondova, osiguranja, investicija sa poreskim stimulansom, penzionim planovima i slično. Postojanje širokog polja inicijalnih treninga za investicione profesionalce je često strukturirano da pokrije upravo bazu od svakog polja, sa jasnim implikacijama da specijalisti u ovom sektoru budu konsultovani kada se odlučuju o klijentima sa jasnom ciljevima. Ukoliko investicioni profesionalci imaju i najmanju dilemu ili neizvjesnost u pogledu emisije, što dovodi u pitanje njihove profesionalne kompetencije, potrebno je konsultovati eksperte za odgovarajuću oblast. Zato što je polje investicija i investicionog planiranja pokriveno mnogim specijalizovanim oblastima, ne postoji jedna persona koja može vršiti ekspertizu sa punim kompetencijama za više od nekoliko oblasti. Neuspjeh u konsultacijama specijalista, kad se smatra da je izvršen prekršaj etičke obaveze prema klijentu, stvara mogućnost ponovnog angažovanja investicionih profesionalaca i firmi.

Prilikom tretiranja ove problematike treba imati u vidu identifikaciju najbolje prakse u industriji hartija od vrijednosti. Finalni izvještaj je pravljen po tačkama da sve obaveze ne opadaju kod investicionih profesionalaca. To je, u stvari, dvosmjerna ulica. Investitori mogu preuzeti neke odgovornosti za donošenje finalne odluke. Ovo znači da postoji visok stepen jasnoće u komunikacionim informacijama, finansijskim ciljevima i postojanje dovoljnog znanja o finansijskim instrumentima i tržištima koja participiraju u donošenju odluke. Shodno ovom izvještaju: »Brokerske firme i njihovi službenici mogu jedino servirati klijenta ako razumiju njegovu finansijsku situaciju i ciljeve. Klijenti imaju odgovornost za jasno, nedvosmisleno i otvoreno iskazivanje svojih odluka. Inače, podesan savjet neće imati svoj smisao. Jednako važno je, da klijenti za pretpostavljeno donošenje odluke odgovaraju svojim računom. To je njihova odgovornost za ocjenu savjeta njihovih brokera i ograničenja koja takva aktivnost uzima u obzir. U mnogim slučajevima ovo znači da se klijenti moraju samostalno edukovati o bazičnim finansijskim tržištima, prirodi rizika i ostalim aspektima investiranja. Dobra odluka ne može biti napravljena iz neznanja.«¹³⁰

- **Obaveza čuvanja aktuelnosti** – proizilazi iz pojave da se poresko zakonodavstvo, ponudeni proizvod i imovina individualnih emitenata hartija (ili čitavih industrija) mijenja protokom vremena. S toga, individualni operativci kao profesionalci u industriji finansijskih usluga imaju etičku obavezu da čuvaju tekuće izmjene koje permanentno razvijaju saznanja svojih klijenata. Prepoznatljiva važnost čuvanja aktuelnosti proizilazi, kao što je saopšteno ranije, iz »regulatornog elementa« i »firma elementa« koji podrazumijevaju određene planove treninga koji su strogo vremenski dimenzionirani. Mnoge profesionalne organizacije, poput raznovrsnih strukovnih udruženja i instituta, zahtijevaju regularne treninge, kurseve i profesionalni razvoj koji podrazumijeva stručnu kondiciju kao uslov za članstvo i dobijanje sertifikata. Značajan broj, naročito većih brokerskih kuća posjeduje trening sektore koji nude periodične treninge na specijalnim poljima proizvoda, nove poreske regulative, penzionog planiranja i sl. Ličnosti koje planiraju da prave karijeru u industriji hartija od vrijednosti moraju biti svjesne prednosti koju daju dodatni treninzi. U stvari svaka individua, koja drži sebe van javnosti, kao profesionalac na specifičnom polju, ima obavezu čuvanja umjerene uporedne tekuće prakse i informacija sa tog polja.

Veoma je primamljivo vjerovanje da bi investicioni profesionalci i njihove kompanije izbjegavale odgovornost ukoliko bi klijent potpisao izjavu, što bi ih oslobodilo neetičkog i nemarnog ponašanja i vladanja. Sudovi teže da budu oprezni u podsticanju previše široko »oslobodenog« jezika, specijalno u jednom dijelu (investicioni profesionalci) čuvanja podataka za sebe kao eksperata što bi moglo da bude od velikog uticaja ili ubedljivosti ka ostalim dijelovima (manje edukovani klijenti). Kada se pojavi neizvjesnost, oprezni investicioni profesionalci izvršavaju konsultacije sa pravnim sektorom ili obezbjeđuju saglasnost kompanije. Zbog prethodno rečenog nerijetko se etička pravila poistovjećuju sa crkvenim (religijskim) kodeksom u želji da ime se pripiše univerzalni značaj.¹³¹

¹³⁰ Report of the Committee on Compensation Practises, U.S. Securities and Exchange Commission, April 1998. pg. 26.

¹³¹ Brancato K.C.: "Institutional Investors and Corporate Governance – Best Practises for Increasing Corporate Value", pg.88

8.4. Formalno - etički kodeks i investicioni profesionalizam

Vodič za svoje ponašanje investicioni profesionalci nalaze uslovima statuta i pravilima industrije hartija od vrijednosti kao apsolutne osnovne linije sa etičkim vladanjem koje se prilagođava standardima zajednice nerijetko proširujući dalje zahtjeve. Mnogi profesionalci priznaju potrebu razvoja standarda etičkog ponašanja za svoje članove i formulišu pisane dokumente kod vladanja kao direktive ponašanja i standarda po kome ponašanje članova može biti osuđeno u slučaju disciplinskih prekršaja. Neke grupe javnih tumačenja njihovih principa i slučajeva lošeg upravljanja, donesena su prije njih. Principi i pravila oličeni u etičkim kodovima nijesu uvijek zakonska pravila, ali moraju imati svoj osnov u zakonima i regulativi.

Mnoge profesionalne institucije i pojedinci (doktori, računovode, pravnici i finansijski planeri) streme monitoringu i primjeni ovih pravila u profesionalnom upravljanju. Onaj ko prekrši pravila može biti privatno ili javno osuđen, isključen iz organizacije (asocijacije ili institucije), izgubiti profesionalnu licencu i sl. Ova primjena predstavlja put u kome profesionalne organizacije pokušavaju obezbijediti javnost u zaštiti klijenata od varljive i neetičke prakse. Dok ne postoji profesionalni etički kod, koji primijenjen na specifične i univerzalno registrovane dilere / brokere i brojne organizacije koje upravljaju trgovanjem novcem posjedujući takve šifre, postojaće i povećavaće se rasprava o ovim subjektima. S toga, mnoge firme koje se bave trgovanjem hartijama od vrijednosti razvijaju sopstveni etički kod, kao cjelovit ili pojedinačan dokument ili kao dio svog iskaza globalne misije. Postoji u S.A.D.-a kompletan tekst etičkog koda i profesionalne odgovornosti korišćen kao Sertifikovani Finansijski Planer Komisije Standarda ¹³² (Certified Financial Planer Board of Standards). Dok jedino individue formalno praktikuju Finansijski Planer dizajniran kao subjekt po njihovim zahtjevima, Komisija predstavlja jedan model za ponašanje onih koji nijesu prihvatili ovu vrstu dizajna a obezbjeđuju finansijske savjete i servis javnosti. Ostali izvori koji tretiraju etički kod uključuju: (1) Selektovani dio etičkog koda i standarda profesionalnog ponašanja Asocijacije za investicioni menadžment i istraživanje i (2) Selektovani dio izvještaja o politici neetičke poslovne prakse investicionih savjetnika Sjeveroameričke administrativne asocijacije za hartije od vrijednosti.

Certifikovani finansijski planer – odbor organizuje sopstveni etički kod baziran na sedam principa ponašanja koji respektuju klijente, kolege, zaposlene i javnost. Tih sedam principa su: integritet, objektivnost, kompetencija, nepristrasnost, povjerljivost, profesionalizam i marljivost. Svaki od ovih sedam principa je podržan određenim brojem eksplicitnih pravila:

- **Integritet** – predstavlja časne i otvorene zahtjeve koji ne moraju biti podređeni personalnom dobitku i prednostima. Neki investicioni profesionalci koji nude savjete moraju posjedovati integritet i koristiti ga kao ultimativnog arbitra za pravo i pogrešno ponašanje uz respektovanje klijenta. Pogrešno predstavljena (izvrnuta) sopstvena sposobnost, iskustvo ili potencijalna izvjesna investicija bila bi povreda personalnog integriteta. Asocijacija za investicioni menadžment naglašava važnost integriteta u svom etičkom kodu: » Finansijski analitičar mora usaglasiti svoje ponašanje sa integritetom i dignitetom pri etičkom načinu poslovanja sa javnošću, klijentima, zaposlenima, poslodavcima i sličnim analitičarima«.
- **Objektivnost** – zahtijeva, kao princip, intelektualnu čast i nepristrasnost. Na primjer, klijent i investicioni profesionalac su saglasni da je rastući akcijski fond pogodan za klijentov portfolio. Njihova diskusija respektuje činjenicu da mora biti fokusiran jedan

¹³² Waggoner J.: "The Fast Forward MBA in Investing", pg. 120

od tri rastuća akcijska fonda, od kojih je jedan u vlasništvu firme investicionog profesionalca, što mu obezbjeđuje značajnu proviziju. Investicioni profesionalac mora sačuvati objektivnost u savjetovanju klijenta i ukazati mu na to koji je fond najprihvatljiviji. Ova objektivnost isključuje objavljivanje činjenica o komisionim razlikama. Za članove Asocijacije za investicioni menadžment i istraživanje objektivni mandati zahtijevaju korišćenje pogodne zaštite i ocjene nezavisnog profesionalnog suda.

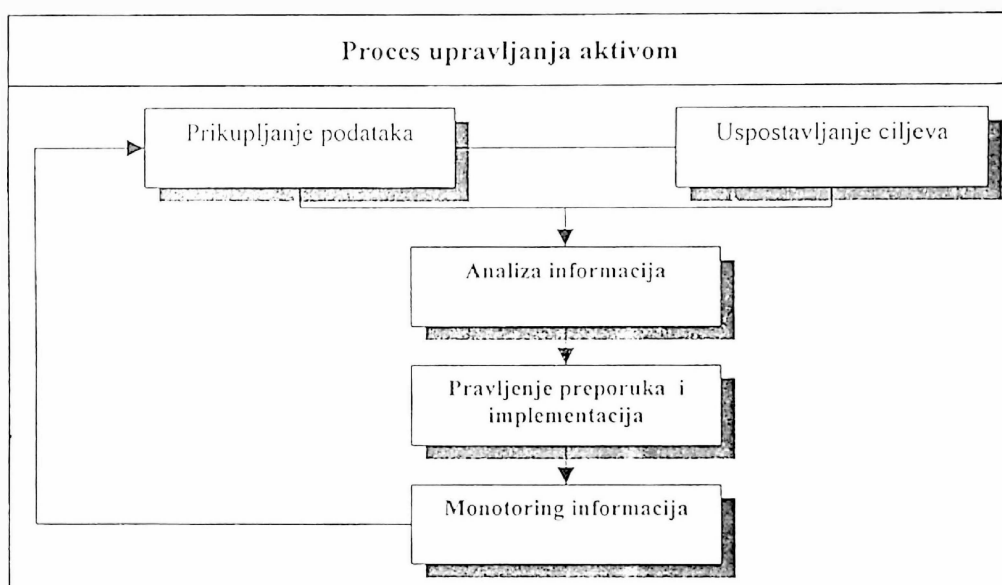
- **Kompetencije** – prema kodu, podrazumijevaju postizanje i održavanje adekvatnog znanja i vještina kao i njihove primjene u efektivnom obezbjeđenju servisa klijenta. Kompetencije, takode, uključuju mudrost prepoznavanja ograničenja tih znanja i konsultacija koje upućuju klijenta na ono što je za njega prihvatljivo. Investicioni profesionalci, na ostalim poljima, imaju minimalni nivo kompetencije koji zahtijeva odgovarajuću licencu, kao i rast kompetencija kroz kontinuiranu edukaciju koja zahtijeva zadržavanje licence. Članovi asocijacija ovog tipa su obavezni da streme održavanju i poboljšanju svojih kompetencija koje ih čine profesionalno nadmoćnijim u odnosu na ostale profesionalce.
- **Nepriistrasnost (pravičnost)** – podrazumijeva tretman drugih kao što bi sami željeli da ga imaju sa subordinacijom sopstvenih osjećanja, predrasuda i želja kao važnog balansa konfliktih interesa između firmi, savjetnika i klijenata.
- **Povjerljivost** – je atribut koji je imanentan svim institucijama i pojedincima koji se bave poslovanjem hartijama od vrijednosti a naročito investicionim profesionalcima, savjetnicima i ostalima. Iskusnim profesionalcima je poznato da moraju biti oprezni u saopštavanju finansijske situacije i ambicija svojih klijenata. Korišćenje informacija i njihovo objelodanjivanje bez saglasnosti klijenta ne podrazumijeva legalan postupak. Taj naglasak na povjerljivosti može biti disciplinski tretiran u slučaju prekršaja povjerenja klijenta u svim onim slučajevima u kojima mu je nanesena šteta. Neka udruženja i asocijacije donose listu neetičke prakse za investicione savjetnike koja objavljuje identitet, poslove ili investicije koje su bile na granici sa pozitivnim pravnim regulama ili su radene bez saglasnosti klijenta. Ovo se naročito odnosi na tzv. insajd informacije, čije je publikovanje i eksploatacija najstrožije zabranjena.¹³³
- **Profesionalizam** – prema kodu Komisije (Borda) je investicioni profesionalac je dužan saradivati sa ostalim učesnicima u finansijskom procesu koji povećava i održava njegov profesionalni javni imidž permanentno radeći na poboljšanju kvaliteta usluge. Zajedno sa ostalim članovima raznih asocijacija i udruženja, pravnicima i savjetnicima investicioni profesionalci moraju biti svjesni da javnost prati njihovo ponašanje, kvalitet i djelotvornost njihovih usluga. Profesionalci mogu pružiti investicioni savjet samo ako su svjesni postojanja dodatnog biznisa koji demonstriraju a da je pri tome srazmjerna vrijednost ostvarene provizije. To je najbolji način za uspostavljanje povjerenja i respekta. Svi igrači na finansijskom tržištu moraju razmišljati o povećanju javnog imidža brokerske komunikativnosti kao dodatne vrijednosti grupe profesionalaca. Članovi asocijacija za menadžment su zahtijevali i praktične finansijske analize na profesionalan i etički način koje bi se reflektovale, u kreditnom smislu, na njih i njihove profesije. Koncept profesionalizma je maglovit, ali svako prepoznavanje u prisustvu ili odsustvu kvalitetnog ponašanja dovodi do povećanja efikasnosti poslovanja učesnika na finansijskim tržištima.
- **Marljivost** – je, prema uzansama iz ove oblasti, provizija za uslugu umjerene brzine koja je u potpunosti realizovana. Ona, takode, uključuje pogodno planiranje za superviziju koja je podnošljiva za profesionalni servis.

¹³³ Pozen C. R.: "The Mutual Fund Business", pg. 248

8.5. Etičko ponašanje i proces upravljanja aktivom

Mnogi etički principi koji se odnose na proces upravljanja tretirani su već u dijelu rada koji se odnosi na selekciju zajedničkih fondova. Ovo se ističe zbog privrženosti procesu kao vodiču za etičko ponašanje. Konačno, raditi dobro znači raditi etički. To je pogodno, s toga, što se smatra da proces upravljanja imovinom i izvršavanje etičkih dužnosti predstavlja osnov profesionalnog ponašanja.

Naredna slika predstavlja proces upravljanja imovinom opisan ranije. Proces počinje sakupljanjem podataka o situaciji klijenta i uspostavljanju njegovih specifičnih i racionalnih ciljeva. To je procedura koja analizira ove podatke, sačinjava preporuke i vrši monitoring performansi. Ovaj proces sadrži povratnu spregu između koraka monitoringa performansi i temeljnih koraka sakupljenih podataka i uspostavljenih ciljeva.



Sl.8.1. Proces upravljanja aktivom

Investicioni profesionalci imaju pravnu odgovornost za *prikupljene podatke* o svim novim klijentima i podnose ih na novoj formi računa. (zakonom propisani obrazac). Oni su, takode, obavezni čuvati aktuelne informacije sve do trenutka dok ih vrijeme ne učini zastarjelim ili se ne promijene okolnosti vezane za klijenta. Prikupljeni podaci se sa respektom odnose prema »neto vrijednosti klijenta«, nivou dohotka, poreskim okolnostima, investicionim iskustvima i sl. To je hrabrost koja obavezuje na »poznavanje klijenta« i pružanje pomoći prilikom pravovremenog ispunjenja principa sa visokim stepenom marljivosti i profesionalizma.

Ne postoji putovanje koje bi otpočelo bez prvog ograničenja destinacije. Klijent se, tako, nada da će ostvariti svoje *finansijske ciljeve* kroz upravljenje aktivom. Ciljevi predstavljaju izabranu destinaciju. Jedino, slušajući klijenta investicioni savjetnik može razumjeti njegove ciljeve, a spoznajom klijenta, te njegovih ličnih uslova i spremnosti na potencijalni pad vrijednosti hartija od vrijednosti, savjetnik mu može pomoći u jednom mirnom artikulisanju finansijskih ciljeva. Ovaj dio procesa upravljanja aktivom pomaže puno izvršenje etičkih obaveza uz marljivu aktivnost i dijagnosticiranje, što ide u susret

zahtjevima u industriji hartija od vrijednosti za » spoznajom klijenta « i potrebnom početnom tačkom u zahtjevima za preporukom sa prikladnim investicijama.

Analiza informacija je logična konsekvencija koraka prikupljenih podataka i potrebnih preduslova za podnošenje savjeta i aktivnosti. Prirodno, principi dirigovanog profesionalizma i povjerljivosti su fokusirani u prikupljanju i analizi informacija o klijentu. Obaveza uspostavljanja dijagnoze je veoma značajan korak procesa upravljanja aktivom, kao »obazrivog ekspertskog standarda«.

Pravljenje *investicione preporuke* koja opslužuje najbolje interese klijenta zahtijeva da investicioni profesionalci budu nepristrasni, objektivni i iscrpni u obavezi objavljivanja rizika i nekih konfliktnih interesa. Neke preporuke moraju biti smatrane » podesnim« u terminima klijentovih ciljeva i okolnosti u skladu sa pravilima nacionalnih udruženja dilera. Prilikom pravljenja preporuka, investicioni profesionalci preuzimaju obavezu uspostavljanja dijagnoze i čuvanja tekućih podataka uz imperativnu demonstraciju kompetencija i integriteta.

Ukoliko jednom investicioni profesionalac pomogne klijentu u uspostavljanju prihvatljivog portfolija aktive, on stvara obavezu *monitoringa njegovih performansi*. Funkcija monitoringa se proširuje na klijenta. Investicioni profesionalci su svjesni da promjene finansijskih okolnosti klijenta i njegovih ciljeva doprinose promijenama tekućih okolnosti vezanih za državu aktivu. Konsultantski sastanci sa klijentom se moraju obavljati najmanje jedanput godišnje, a poželjno je da ima više ovakvih susreta. Monitoring performansi je dio etičkih zahtjeva koji se marljivo koristi prilikom uspostavljanja dijagnoze. Pri ovim razmatranjima treba imati u vidu opservacije Artura Levitta, predsjednika američke Komisije za hartije od vrijednosti na jednom skupu investitora održanom u Washingtonu 1995 godine povodom pitanja učesnika skupa: » U svim svojim odgovorima na pitanja ja želim da naglasim da brokeri imaju odgovornost za svoje klijente. Brokeri moraju staviti interese klijenta iznad svih ostalih interesa – iznad sopstvenih, iznad interesa njihovih kompanija i uopšte interesa industrije hartija od vrijednosti – i najveći broj brokera to čini. To je definicija profesionalizma.«¹³⁴

Prethodni citati mogu biti osnov prilikom odlučivanja kod etičkih dilema. Ukoliko investicioni profesionalci stavljaju u prvi plan interese klijenta, sasvim je izvjesno da je napravljena etički korektna odluka. Pri tome nikada ne treba gubiti iz vida : (1) Starost klijenta; (2) Njegove investicione ciljeve; (3) Nivo tolerancije rizika klijenta; (4) Količinu kapitala kojom klijent raspolaže; (5) Njegovu spoznaju vrste investicije; (6) Poresku situaciju klijenta ...¹³⁵

8.6. Komunikacija sa klijentom i propaganda

Rastuća konkurencija u industriji finansijskih usluga uvećavala se paralelno sa volumenom propagande. U nastavku ovog rada data je direktna komunikacija sa klijentima koja u permenetnom porastu. Obje aktivnosti (komunikacija i propaganda) su striktno regulisane.

Zakonska regulativa, kada je propaganda u pitanju, je pokrivena u prethodnim poglavljima. Kao što je poznato, djelovanje investicionih savjetnika je visoko tehnička oblast i investicioni profesionalci bi se oslonili na pravni okvir ili bi tražili savjete od sektora koji su zaduženi za tu oblast. Pravila Komisije za hartije od vrijednosti o propagandi zajedničkih fondova mijenjaju se sa tipovima propagande i pokazuju njihovo opšte i specifično dejstvo. Neke generalne principe ćemo ovom prilikom navesti:

¹³⁴ "Investors Town Meeting", Washington, Novembar 15, 1995.

¹³⁵ Fredman J.A. and Wiles R.: "Haw Mutual Fund Work", pg. 256

- Propaganda koja prezentuje izvjesna generalna objašnjenja materijala o fondovima ili uslugama nudenih od strane dodatnih sponzora može zahtijevati dodatne informacije. Ova vrsta propagande ne zahtijeva da potencijalni investitori budu snabdjeveni prospektima ili prethodno ili ex post, budući da se ide sa propagandom;
- Jedino izvjesne vrste datih oglasa mogu sadržati podatke o performansama;
- Kada se vrši prezentacija podataka o performansama, prikaz mora sadržati performanse iz prošlosti koje nijesu neophodne kao indikator budućih performansi izuzimajući fondove tržišta novca, čija će vrijednost glavnice fluktuirati, kao i iskupljenih akcija kod kojih je za očekivati više ili manje od njihovih originalnih troškova.
- Ukoliko je dat prosječni godišnji totalni povraćaj, on mora uključivati 1-, 5- i 10- to godišnji period (ili period trajanja fonda ili manji) sa najskorijim kvartalnim protokolom podčinjenosti propagande za publikacije sa prikazom performansi;
- Fondovi (isključujući fondove tržišta novca) koji oglašavaju dobitak mogu izvršiti prikaz jedno standardizovanog dobitka za protekli 30-dnevni period. Dobitak mora biti zasnovan na portfoliju neto investicionog dohotka, bez distribucija. Takvo oglašavanje mora, takode, uključivati podatke o totalnom povraćaju;
- Fondovska oglašavanja ne smiju obećavati i obmanjivati;
- Sve što je rečeno u oglasu mora biti materijalna istina i ne može izaći u javnost ništa što nije rezonsko za investitora koji bi želio da zna sve unutar konteksta samog oglasa.
- Informacije u oglasu bi trebale biti materijalno kompletne, nepristrasne i uravnotežene. Na primjer, ukoliko su u oglasu opisani benefiti investiranja u fond, onda bi, takode, trebalo iznijeti glavne neodvojive rizike vezane za isti fond.

Ono što bi mogao da bude brzi »lakmus« za klijente jeste pitanje na koje investicioni savjetnici treba brzo da odgovore praveće najbolja rješenja po klijenta. Kao takva, komunikacija bi bila nepristrasna i uravnotežena bez netačnih tvrdnji i propusta materijalnih činjenica. Ona ne bi sadržala varljive i neistinite iskaze ili se pojavljuju preuveličavanja efekata ili zahtjeva. Na primjer, zajednički fondovi ne bi mogli biti prodati kao »štedni« ili »garantovani«, jer ne sadrže takav materijal u portfoliju. (uključujući i trezorske hartije)

U komunikaciji sa klijentom, investicioni profesionalci periodično nailaze na situacije u kojima su nesigurne činjenice vezane za ambijent pojedinačne investicije ili računovodstveni problemi. Najbolji interesi klijenta u ovoj situaciji diktiraju koje činjenice će biti provjerene. Klijent je više zabrinut savjetnikom koji pretenduje da zna činjenice, od onoga koji je spreman da pokaže svoju nesigurnost doživljenu kao nezgodu u spoznaji činjenica. Komunikacija sa klijentom koja je časna, iskrena gradi profesionalno samopouzdanje i doprinosi sticanju povjerenja u građenju dugoročnih poslovnih relacija. To su dobre lekcije za mogućnost osporavanja od arbitražnih aktivnosti.

Usmena komunikacija bi bila dokumentovana kada su diskutovani pojedinačno važni slučajevi. Pisana komunikacija se tiče provođenja investicione trgovine koja bi se vršila uz prethodnu saglasnost investicionih profesionalaca (brokera/dilera). Prodajni materijal se šalje investitorima u vidu direktnih pisama, seminarskih materijala ili pisanih članaka, što bi, takode, bilo prihvaćeno od glavnog dilera ili brokera prije korišćenja ili popunjavanja od nacionalne asocijacije dilera. Pripremljeni materijal ne bi bio mijenjan i dopunjavan bez prethodnog odobrenja. Uopšteno, najbolje je za investicione profesionalce korišćenje samo određenog prodajnog materijala koji posjeduje njihova kompanija (taj materijal se smatra pogodnim i posjeduje ga izvjesna fondovska grupa). Konačno, investicioni profesionalci su odgovorni za razumijevanje nekih specifičnih zahtjeva brokera odnosno dilera.

8.7. Prodaja i poslovna praksa

Prilikom prodaje zajedničkih fondova, tekući prospekti se obično dostavljaju potencijalnim kupcima ili klijentima prije ili u vrijeme traženja prodaje i moraju biti dostavljeni ne kasnije nego u vrijeme kada je prodaja potvrđena. Investitor bi bio ohrabren čitanjem prospekata prije pravljenja investicije pri čemu bi bile izložene glavne sekcije prospekata. Pojedinačna pažnja je data investicionim ciljevima fonda i politikama, rizicima, prodajnoj proviziji, volumenu diskonta i troškovima. Ovaj dio prospekta je, uvijek, osvijetljen ili drugačije markiran. Ispod toga, implicitno se nalaze hartije odobrene od strane Komisije.

Nacionalna asocijacija dilera emitovala je sredinom 90-tih *Specijalnu poruku* svojim članovima koja unapređuje njihova objašnjenja obaveza i odgovornosti u pogledu prodajne prakse zajedničkih fondova. Specijalna poruka namjerava adresirati »razmnožavanje« novih zajedničkih fondova i različite strukture provizije koje jednostavno uvećavaju investicione opcije investitora i kompleksnost njihovog procesa selekcije. Prema pravilima Nacionalne asocijacije dilera njeni članovi moraju obezbijediti:

- Objavljivanje kompletnog i uravnoteženog obavještenja napravljenog za investitore u pogledu razlike između određenih klasa fondova;
- Ukoliko je troškovni racio prikazan kao prednost pojedinačnog fonda treba ga izložiti u kontekstu komparacije sa troškovnim raciom ostalih fondova;
- Primanje pogodnih informacija u pogledu fondovih investicionih ciljeva, portfolio tehnika i politika i karakteristika rizika;
- Kada se prezentiraju informacije o performansama, koncept totalnog povraćaja, prinos, stopa distribucije, oni moraju biti jasni i razumljivi za investitora;
- Preporuke napravljene cjelishodno i bazirane na investitorskim investicionim ciljevima;
- Neke preporuke kojim se kupci usmjeravaju zajedničkim fondovima su napravljene u skladu sa njihovim najboljim interesima a ne bazi podsticaja prihvaćenih od pomoćnih osoba;
- Da se materijal bez obzira da li je »interni« ili »samo za dilere« ne smije distribuirati u pisanoj formi ili usmeno javnosti;
- Elektronsku komunikaciju razmatranu kao neku reklamu i/ili prodajnu literaturu koja je predmet supervizije i jedino se koriste neki parametri;

Konačno, članovi nacionalne asocijacije dilera koji nijesu ispunili svoje obaveze i odgovornosti ili nijesu u potpunosti korektno komunicirali sa klijentima postaju subjektom disciplinske odgovornosti.

»Uraditi ili ne uraditi « - je uvijek prisutna dilema. Bezbroj brokera i prodavaca osiguranja ima svoj vremenski spoj prodajnih savjeta putem telefona. To služi kao konstantna opomena nečega što samo oni dnevno mogu ali ne moraju uraditi prilikom građenja sopstvenog biznisa. Etičko poslovno ponašanje nije lako redukovati jednostavnim sloganima. Institut za investicione kompanije nudi praktične savjete u svojoj publikaciji »Šta treba da / ne čine registrovani predstavnici koji obezbjeđuju savjete zajedničkim fondovima. Ključne tačke publikacije predstavljene su narednim opservacijama:

- **Ne tražite superviziju vašeg brokera / dilera** – Neka lica koja nijesu brokери ili dileri ali nude hartije od vrijednosti potencijalnim kupcima moraju biti ovlašćeni predstavnici brokera/dilera uprkos tome što predstavljaju nezavisne izvršiоce ili se javljaju kao saradnici sa dilerima u ove svrhe. Registrovani predstavnici ne mogu obavljati poslove nezavisno od brokera/dilera za kog su registrovani , već su predmet njihove supervizije i pokriveni su visokim stepenom tačnosti.

- **Pravite preporuke prilagodljive vašem kupcu** – pri čemu svi registrovani predstavnici imaju fundamentalnu obavezu da se partnerski ponašaju prema svojim klijentima. Prema pravilima nacionalne asocijacije dileru preporuka kupcu za kupovinu, prodaju ili razmjenu nekih hartija članovi, imaju težak rezonski posao za koji vjeruju da je kao takav prihvatljiv kupca i njegov portfelj hartija od vrijednosti, finansijsku situaciju i potrebe. Jedina determinanta prilagodljivosti je mjera između fundamentalnih investicionih ciljeva pojedinih zajedničkih fondova i sopstvenih ciljeva kupca.
- **Pratite zajedničke fondove posredstvom prodajne literature sa prospektom** – regulativa vezana za hartije od vrijednosti zahtijeva da prospekti koji prethode i oni koji prate budu korišćeni kao prodajna literatura. Ukoliko već nije obezbijeden prospekt za kupca potrebno je obezbijediti prethodnu potvrdu o prodaji akcija zajedničkog fonda sa prospektom.
- **Treba uraditi sve da klijent razumije troškove investiranja u zajedničke fondove** – kupci mogu često biti u konfuziji u vezi sa novčanim računom koji će biti investiran poslije prodajne provizije oduzet od ponudene cijene. Potrebno je napraviti takav algoritam po kome će kupci razumjeti koliko im je novca potrebno da bi bilo investirano kao rezultat kupovine. Takođe, ukoliko se nude akcije fonda koji ima kontingent različitih prodajnih provizija, treba biti siguran da će raniji otkup izazvati prodajne provizije.
- **Analizirati marginalne zahtjeve za akcije zajedničkih fondova** – svi registrovani predstavnici poput brokera / dileru i njihovih kupaca moraju pristati na provizije regulisane propisima koji tretiraju ovu oblast što je marginalan zahtjev upravljanja akcijama zajedničkih fondova. Ova pravila dozvoljavaju produžetak prodaje akcija zajedničkih fondova na kredit i njihove akcije bi bile plaćene 30 dana ranije ili nudene planom za automatsko reinvestiranje dividendi zajedničkih fondova. Zamjena akcija od jednog zajedničkog fonda ka drugom u nekim kompleksima zajedničkih fondova ne izaziva novi 30 – dnevni holding period.
- **Uradite sve da izbjegnute obmane i greške u reklamiranju** – kako u pisanoj tako i u usmenoj komunikaciji registrovani predstavnici imaju odgovornost za precizno informisanje kupaca i potencijalnih kupaca o proizvodu koji nude. Svi zajednički fondovi imaju neki involvirani rizik za akcionare i to doprinosi da on nije podesan reprezent te da je fond »štedni«, »garantovani« ili korišćeni neki drugi izraz dizajniran na bazi datih impresija. Osim toga, to je veoma važno za diskusiju o komparativnom riziku koji asocira na različite vrste zajedničkih fondova pogodnih za prodaju. Registrovani predstavnici koji prodaju zajedničke fondove u bankama bili bi sigurni da izlažu zajedničke fondove koji nijesu bili osigurani u federalnoj depozitnoj osiguravajućoj korporaciji ili nekoj drugoj vladinoj agenciji.
- **Uradite odobrenje za svu reklamnu i prodajnu literaturu** – registrovani predstavnici mogu nuditi akcije zajedničkih fondova koji ne moraju koristiti neku reklamnu ili prodajnu literaturu za izvjesne zajedničke fondove na nižem nivou od literature koja je bila prihvaćena od kompanija za registrovanje ove vrste djelatnosti (brokeri i dileri).
- **Održati neumrljanu reputaciju u određenom poslu** – registrovani predstavnici koji učestvuju obmanjivim poslovima izvan svog biznisa a registrovani su kao ovlašćeni predstavnici mogu biti disciplinski kažnjeni od strane nacionalne asocijacije dileru.
- **Ne pravite prekidnu tačku prodaje** – tamo gdje postoji prodajna provizija za kupovne fondove, tačka u kojoj je prodajna provizija reducirana shodno kvantitativnom diskontu naziva se »prekidna tačka«. Registrovani predstavnici ne mogu praviti prodaje novčanih iznosa prikladnih tački prekida bez jasnog informisanja kupaca o sledećoj prilagodljivoj tački prekida.

- *Ne vršite prodaju dividendi* – registrovani predstavnici ne mogu vršiti »prodaju dividendi« bez predloga koji daju kupci akcija zajedničkog fonda prije nego što fond objavi dividende. Upravo kupovina ,generalno, nije prednost kupaca, zato što se poreske obaveze prihvataju promptno pa se vrijednost akcije smanjuje za vrijednost dividende. Na sličan način se tretira distribucija dugoročne kapitalne dobiti zajedničkih fondova kao dio dohodnog prihoda od investicija u akcije zajedničkih fondova.
- *Ne radite recipročni posao* – registrovani predstavnici ne mogu favorizovati ili nefavorizovati prodaju akcija pojedinačnih zajedničkih fondova ili njihovih grupa zato što je brokerska provizija ili neka forma ekstra kompenzacije za njih prihvatljiva kao takva. Interesi kupaca moraju biti na prvom mjestu. Stoga, sponzori fonda zahtijevaju samo posao sa brokerima/dilerima ali ne i sa registrovanim predstavnicima.
- *Ne prihvatajte kompenzaciju akcija zajedničkog fonda od nekog od ostalih brokera/dilera* – registrovani predstavnici ne mogu prihvatiti kompenzaciju za prodaju akcija zajedničkog fonda od neke institucije ili individue drugačije od brokera ili diler. Naime, regularna kompenzacija može biti prihvaćena kao poklon direktno od jemca za akcije zajedničkog fonda. Pri tome predstavnici brokera / diler moraju biti sigurni da se radi o isplati ili poklonu.
- *Ne upućujte na fondove kao »neopterećene«* ukoliko postoji kontigent odgođene (naknadne) prodajne provizije ili 12b-1 provizije – podsjećanje da pravila nacionalne asocijacije diler zabranjuju fondove koji su neopterećeni ukoliko: (1) Imaju prethodnu ili odgođenu prodajnu proviziju; (2) Plaćaju »proviziju baziranu na prodaji aktive« i/ili je servisna provizija veća od 0.25% neto aktive godišnje.
- *Ne »miksajte«* – Miješanje ili izvršenje trgovine za račun kupca u primarne svrhe uz generisanje provizije je zabranjeno pravilima nacionalne asocijacije diler.
- *Ne pravite alternativni prospekt* – prospekt je pravni dokument koji ne može da ima alternativu.
- *Ne komparirajte različite stvari* – komparacija investicionih proizvoda ili usluga može biti dragocjena i upotrebljiva za investitora, ali mora biti izvršen pažljiv odabir upoređivanje kako bi ono bilo pošteno i ravnotežno. Komparacija sa alternativnim investicijama ili štednim sredstvima donijela bi jasne i relevantne razlike u garancijama, fluktuaciji glavnice i povraćaja, osiguranja, poreske odlike i ostalih faktora potrebnih za pravljenje korektne i komparacije bez propusta.
- *Uradite pažljivu procjenu u smislu najboljeg interesa klijenta prije preporuke za preokret između fondova* – prije preporuke da klijent pomjeri novac sa jednog zajedničkog fonda ka drugom, treba pažljivo razmotriti da li je takav savjet najbolji interes klijenta. Preokret između fondova ne može ostvariti smisao ukoliko finansijska dobit ili investicioni ciljevi koji će biti ostvareni nijesu potkovani transakcionim provizijama i poreskim konsekvencama koje asociraju na ove promjene.
- *Ne edukujte vaše klijente o višestrukim klasama fondova* – zajednički fondovi nude raznovrsne klase akcija koje postaju sve popularnije u posljednjim godinama. Prilikom preporučivanja fondova klijentima, registrovani predstavnici moraju izložiti razlike između prihvatljivih klasa i njihovih provizija – poput prethodno oporezovanih, široko oporezovanih ili oporezovanih na određenom stepenu – što asocira na pojedinačne klase koje mogu biti više ili niže u odnosu na proviziju koja asocira na neku drugu klasu. Oni bi trebali da izlože svojim klijentima kako da investiraju račun, stopu povraćaja, investicioni horizont i realno sagledaju moguće efekte karakteristika konverzije fonda na investicione troškove.
- *Ne tretirajte elektronsku komunikaciju sa investitorima različito od ostalih komunikacija sa javnošću* - elektronska komunikacija poslana investitorima je pokrivena pravilima nacionalne asocijacije diler. Informacija obezbijedena na web

sajtovima i mreži izvještaja smatra se reklamnom, dok se komunikacija poslana ciljnim individuama posmatra kao prodajna literatura. Konsekventno, registrovani predstavnici moraju biti sigurni da njihova elektronska komunikacija uključuje kompletne i precizne informacije o investicionim proizvodima. Kao i kod ostalih formi za reklamnu i prodajnu literaturu, elektronska komunikacija mora biti odobrena od registrovanih kompanija predstavnika brokera / dilera.

- *Ne distribuirajte investitorima materijal koji koriste samo brokeri* – mnoge investicione kompanije šalju materijal sa intencijom da ga koriste dileri i njihovi registrovani predstavnici. Svrha ovog materijala je edukacija registrovanih predstavnika o benefitima fonda ili realizacija prodajnih ideja. Nacionalna asocijacija dilera smatra da ovaj materijal može biti za unutrašnju komunikaciju i ne može zahtijevati od njih da bude popunjen kao prodajna literatura. Konsekventno, registrovani predstavnici mogu koristiti materijale namijenjene investitorima.

Procedure »učiniti« i »neučiniti« ne predstavljaju do kraja iscrpljenu listu, ali oni fokusiraju važne tačke koje treba da budu inkorporirane u poslovnu praksu investicionih profesionalaca.

8.8.12 mudrih savjeta i još po nešto ...

Na prethodnim stranicama su data neka upozorenja koja treba da slijedi inteligentni investitor u zajedničke fondove i opisane neke stvari koje bi bilo poželjno izbjeći. Da bi investitor posjedovao razuman i produktivan investicioni program njemu kao vodič kroz taj posao mogu služiti sledećih 12 mudrih savjeta:¹³⁶

1. *Investiranje nije ni blizu tako teško kao što izgleda* – inteligentni investitor u zajedničke fondove koristi opšte razumne i izvanredne finansijske sposobnosti koje je moguće primijeniti prozaično. U svijetu efikasnih finansijskih tržišta postoje apsolutno nerezonski i disciplinovani noviteti. Oni su poznati kao osnov, ali i kao nedostatak iskustva u kome se ne može držati sopstveno vlasništvo i i nadmašiti zarada iz dugoročnog povraćaja profesionalnih investitora kao grupe. Uspješno investiranje involvira upravo nekoliko stvarnih prava i izbjegava ozbiljnije greške.
2. *Kad postoji više rješenja, treba pribjeći najjednostavnijem* – ukoliko treba izvršiti glavnu investicionu odluku a postoji beskrajn broj solucija koje bi bile lošije od jedne: treba izvršiti, protokom perioda od nekoliko godina, ulaganje polovine aktive u akcijski indeksni fond a drugu polovinu u obveznički indeksni fond. Potrebno je ignorisati međuvremenske fluktuacije u njihovoj neto vrijednosti aktive. Držanje ove pozicije u dužem periodu života, subjekt jedino može vršiti rijetko i marginalno podešavanje nastalo promjenom okolnosti. Prilikom tretiranja ovih fenomena treba afirmisati iskustvenu maksimu u koja ohrabruje: »Kada postoji više solucija rješenja, jednog problema poželjno je izabrati najjednostavniju«.
3. *Protok vremena* – vrijeme dramatično povećava kapitalnu akumulaciju kao magično složeno ubrzanje. Pri godišnjem povraćaju od 10 %, dodatna kapitalna akumulacija na 10. 000 dolara je 1000 dolara u prvoj godini, 2. 400 dolara u desetoj godini i 10. 000 dolara u 25 – toj godini. Na kraju 25 godine totalna vrijednost inicijalnih 10. 000 dolara je 108. 000 dolara i blizu je desetostruko uvećane vrijednosti. Prethodne performanse izuzetno malo govore same po sebi.¹³⁷
4. *Bez rizika, nema dobiti* – to znači da treba platiti rezonski vremenski rizik u traganju za najvišom dugoročnom stopom povraćaja. Magična složenost ubrzanja se oštro uvećava sa umjerenom stopom rasta godišnje stope povraćaja. Dok investicija od 10.

¹³⁶ Bogle C. J.: "Bogle on Mutual Funds", pg.303

¹³⁷ Sumner N.L.: "The Investment Managers Handbook", pg.825

000 dolara zarade sa godišnjim povraćajem od 10% poraste na vrijednost od 108. 000 dolara poslije 25 godina, pri stopi od 12% konačna vrijednost je 170. 000 dolara. Razlika od 62. 000 dolara je viša od šest puta u odnosu na inicijalnu investiciju.

5. **Diverzifikacija, diverzifikacija, diverzifikacija** - teško je zamisliti koji principi kao bazični pri investicionoj diverzifikaciji mogu biti validni. Investiranjem u zajedničke fondove moguće je eliminisati rizik vlasništva nad akcijama ili obveznicama jednog preduzeća koje može pogoršati i razočarati sve zajedno. Protokom vremena ne postoji uticaj specifičnog rizika hartija od vrijednosti. Pri svojini široko diverzifikovanog portfolija akcija i obveznica ostaje jedino tržišni rizik. Ovaj rizik se reflektuje u nestalnosti totalne vrijednosti portfolija izaziva zabrinutost i mogao bi izazvati zabrinutost protokom vremena u kome se reinvestira dividenda i kamata.
6. **Vječiti trougao** – nikada ne treba zaboraviti rizik, povraćaj i troškove koji su tri strane vječitog trougla investiranja. Uvijek se treba podsjetiti da su troškovi kazna koja može oštro erodirati premiju rizika na koju pretenduje investitor. To ne znači da bi bilo potrebno tražiti opciju sa najnižim troškovima zajedničkog fonda. Radije bi postajalo razumljivijim nedvosmisleno investiranje u relativno visok troškovni racio – više od 0.50% godišnje za fondove tržišta novca, 0.75% za obvezničke fondove, 1.00% godišnje za regularne akcijske fondove ili 0.30% za indeksne fondove za koje se očekuje pažljivo ispitivanje vrijednosti akcija zbog izvjesnog pada njihove vrijednosti.



Sl.8.2 Jednakostranačni trougao investiranja¹³⁸

Ne manje sigurni su visoki troškovi koji navlače na sebe opravdanje višim očekivanim povraćajem ili povećanom vrijednošću usluga, selektujući investicije između nižih troškova neopterećenih fondova.

7. **Značaj snažnog magnetizma** – u svijetu investiranja znači snažan magnet koji vuče finansijsko tržište povraćaju prouzrokujući povraćaj pogoršavanjem poslije prekoračenja vremenske norme suštinskim marginama i poboljšanjima poslije njihovog kratkog pada. To znači, da snažan magnet koji vuče povraćaj ostvaruju portfolio menadžeri ka pomjeranju fondovskog povraćaja, protokom vremena zatvorenijeg u odnosu na prosječni povraćaj ostvaren od ostalih fondova. Regresija je značajna manifestacija nepromijenjenih zakona prosjeka koji preovladavaju, prije ili kasnije, na finansijskoj džungli.
8. **Ne treba precjenjivati sposobnost izbora superiornih akcionarskih zajedničkih fondova niti podcijenjivati sposobnost izbora superiornih obvezničkih fondova tržišta novca** – u selekciji akcijskih fondova ne treba analizirati prošlost, već se na bazi

¹³⁸ Bogle C. J.: "Bogle on Mutual Funds", pg. 304.

brži i jive analize materije okrenuti superiornoj budućnosti. U načelu, moguće je obezbjediti solidan matični akcijski fond u kome aktivnosti akcijskog tržišta opravdavaju oko 85 % ili više povraćaja fonda. Kombinacija nekoliko akcijskih fondova sa nižim troškovima ostvaruje se diverzifikaciju sa ekvivalentnom razumnošću, pri čemu je akcenat na držanju nižih troškova indeksnog fonda. Ali ne treba pristupati selekciji obvezničkih i fondova tržišta novca sa skepticizmom. Selekcija najboljih fondova u ovoj kategoriji na bazi njihovih komparativnih troškova predstavlja izvanredno pogodan prospekt za uspjeh.

9. *Moguće je imati stabilnu vrijednost glavnice ili stabilan tok dohotka ali ne i oboje* – ne može se praviti predlog zbog više nego očiglednog kontrasta između 90 – to dnevnih trezorskih hartija sa promjenljivim tokom dohotka i fiksnom vrijednošću i 30-to godišnjih trezorskih obveznica sa fiksnim tokom dohotka i izvanredno promjenljivom tržišnom vrijednošću. Inteligentni investitor uključuje izbor, kompromise, razmjenu i sopstvenu finansijsku poziciju determinišući, zavisno od tipa stabilnosti i kombinacije dva od prethodna tri elementa, ono što je prilagodljivo njihovom portfoliju.
10. *Čuvajte se »borbe iz prošlih vremena«* - Mnogi investitori – kako individualni tako i institucionalni- konstantno donose investicione odluke na bazi lekcija iz bliže ili dalje prošlosti. Oni traže akcije poslije akcija koje su iskrsnule »pobjedom u prethodnom ratu«, obveznice koje su dobitne, trezorske hartije koje su pobjedničkog karaktera ... Oni, takode, brinu o uticaju inflacije poslije određenog perioda, imajući u vidu skretanje visokih realnih povraćaja i koliko toliko normalne povraćaje, koji postaju prihvatljivim baukom. Ne može se ignorisati prošlost ali ne treba sirovo preuzimati pojedinačne ciklične trendove kao da su dati za sva buduća vremena.
11. *Rijetko je, u potpunosti, sve poznato na tržištu* – to je realnost koju nije moguće izbjeći. Ukoliko postoji zabrinutost zbog kombinacije tržišta čija vrijednost hartija pada, uzbuđenje zbog dolaska tržišta čija vrijednost raste, strah od potencijalnog rata, zabrinutost za ekonomiju, izbori u stvari status čovječanstva u svakoj vjerovatnoći u dijelu da se mišljenje svakog investitora reflektuje na tržište. Na finansijska tržišta imaju uticaj spoznaje, nade, strahovi, pohlepa za sve investitore i svuda.
12. *Razmišljajte dugoročno* – ne treba prihvatati tranzitorne promjene u cijenama akcija kao alternativu investicionom programu. Postoji mnogo dnevne buke u nestalnosti na finansijskom tržištu. S toga akcije mogu ostati podcijenjene, precijenjene sa protokom vremena. Strpljenje i dosljednost su prihvatljiva aktiva za inteligentnog investitora. Najbolje pravilo je: « ostati na kursu ».

Ukoliko je investiranje put u budućnost – budućnost se može pouzdano tretirati mjerom nagrada i opasnosti, optimizma i pesimizma, nada i strahova – čije finalni uticaj na filozofiju može pomoći inteligentnim investorima da krupnim koracima grabe naprijed.

Pored prethodnog, na ovom mjestu je mudro ukazati na pet opštih grešaka koje prave mnogi investitori sa iskustvom:¹³⁹

- Ne žurite u pravljenju novca. Ne može se napraviti bogatstvo investirajući u zajedničke fondove ako razmišljate na kratak rok. Treba izbjeći grešku broj jedan tražeći pažljivo satisfakciju za fondove po sledećim kriterijumima dobrih investicija: (1) Ciljevi fonda odgovaraju ciljevima investitora; (2) Stabilan menadžment tim; (3) Niža menadžment provizija; (4) Prihvatljiv nivo rizika; (5) Politika reinvestiranja dividendi koja obezbjeđuje benefite; (6) Fondovi koji imaju nivo među najkonzistentnijim učesnicima na tržištu i (7) Fondovi čiji je prosječan analizirani rast najmanje 16% u poslednjih pet do deset godina;

¹³⁹ Jacobs B.: "All About Mutual Funds", pg. 145

- Ne oslanjajte se na posljednje (prethodne) performanse. Vеоma često, велиki pobjednici iz prethodne godine javljaju se kao велиki gubitnici u narednoj godini. Ovo je specijalno potvrđeno u sektoru internacionalnih fondova, fondova koji posluju sa zlatom, farmaceutskom proizvodnom paletom i kompjuterima. Više je nego očigledna istina da fondovi sa kratkoročnim meteorskom rastom frekventno padaju upravo tako rapidno. Svi fondovi koji imaju kratkoročne performanse (oko jedne godine) ne mogu biti smatrani samo po ovom mjerilu prilikom selekcije nekog fonda. To je važno razmotriti, naročito sa aspekta srednjoročnih fondova (pet godina) i tamo gdje je to moguće sa aspekta dugoročnih performansi (deset godina). Pri tome se mora pažljivo ocjenjivati svaki od ovih faktora kada se selektuju fondovi u koje je odlučeno da se investira. Treba investirati samo u visokokvalitetne fondove koji pokazuju dugoročne rezultate.
- Ne treba pod-diverzifikovati niti pre-diverzifikovati svoj portfolio – ukoliko postoji vlasništvo nad jednim fondom, investitor rizikuje glavni kapitalni gubitak koji bi fond mogao dopustiti serioznom rezesijom. Ako ne postoji još fondova koji postoje u portfelju koji su protiv teža gubitku, onda se rizikuje sve. Ostaje na umu uvijek prisutan kliše: » Ne stavljajte sva jaja u jednu torbu«. S druge strane, postoji mogućnost vlasništva nad više fondova. Ukoliko investitor čita popularne publikacije poput Maney, Forbesa, Financial Worlda i sl. on obično može naći tabelu sa mjesečnom listom zajedničkih fondova visokih performansi. Iskušenja da se investira u visoki izbor su велиka. Uvijek se listing mijenja od mjeseca do mjeseca i investirani profit koji je »istaknut« može završiti kod mnogih fondova koje prosto nemoguće pratiti svakog pojedinačno. Greške znaju da koštaju, zbog čega rijetko popularni magazini govore gdje se prodaju visoke performanse. Eventualno, moguće je završiti sa jednim brojem prethodnih velikih izbora koji nijesu realni dugoročni dobitnici. Podsjećamo, da vlasništvo nad zajedničkim fondovima ne liči na vlasništvo nad akcijama koje su investirane u jednu korporaciju, pri čemu nema diverzifikacije. S druge strane svaki zajednički fond zahtijeva zakonitu i visoku diverzifikaciju. S toga je moguće limitirati broj fondova koji stoji kao vlasništvo jednog investitora i vršiti tihu kvalitetnu diverzifikaciju. Pet ili više fondova je sve što je stvarno potrebno i oni bi generalno bili iz dvije ili tri familije fondova.
- Ne plaćajte visoke provizije – jer mnogi investitori naivno vjeruju da fondovi koji imaju visoku proviziju moraju biti superiorniji od neopterećenih fondova. To nije tačno. Ko kupi opterećene fondove, kad ne postoji statistička evidencija, stiče utisak da opterećeni fondovi imaju bolje performanse od neopterećenih. Ukoliko se mora izvršiti kupovina opterećenog fonda ne treba platiti više od 2-3% provizije po ovom osnovu. Zbog provizije, koja se oduzima od totalnog investiranog iznosa, opterećeni fondovi će uvijek privući pažnju investitora. Na primjer, ukoliko postoji jedinstvena investicija od 1.000 dolara u neopterećeni fond nasuprot investicije od 6.5 % opterećenja u neki drugi fond, automatski se startuje sa 65 dolara manje u opterećenom fondu. U sledećoj godini neopterećeni fond je vrijedio 1.563 dolara dok je opterećeni imao vrijednost od 1.291 dolar. Upravo je neopterećeni fond vrijedio 272 dolara više od opterećenog fonda. Po ovoj stopi opterećeni fond bi imao zaradu veću od 30% od ekvivalentnog povraćaja neopterećenog fonda. To je značajan izazov. I u prvih pet godina, neopterećeni fond bi išao naprijed za oko 1.800 dolara.
- Startovati bez plana – je isto kao poslati brod bez kormila koji nikad neće doprijeti do luke poput investicionog programa koji bez plana neće realno postići projektovane ciljeve. Plan mora uzeti u obzir sledeće veličine: (1) Nivo tolerantnog rizika; (2) Svrhu zbog koje se investira; (3) Alokaciju novca investitora. Ukoliko je vaš portfolio mješavina kritičnih faktora, vi ćete biti uspješan investitor. Stoga investitor mora riješiti svoje dileme posjedujući odgovore u svakom trenutku na set sledećih pitanja:

(1)»Šta se kupuje?; (2) Kada se kupuje?; (3) Koliko dugo se drži?; (4) Kada se prodaje?; (5) Po kojoj cijeni se prodaje? ...¹⁴⁰

¹⁴⁰ Frank R.: "Succesful Investing Through Mutual Funds", pg.137

IX Investicije kompanije u ostalim zemljama

9. Fondovi u tržišnim ekonomijama

U različitim vremenskim periodima raznovrsni finansijski proizvodi su preuzimali primat na finansijskom tržištu. Ovo je vrijeme koje su tržišnim ekonomijama obježile finansijske institucije koje u svom portfelju imaju spektar finansijskih instrumenata. Njihova ciljna funkcija se ostvarivala svodenjem rizika diverzifikacijom portfolija uz punu satisfakciju klijenata. Sve se odvija na duži rok jer je riječ o stabilnim ekonomsko-finansijskim uslovima uz maksimalno poštovanje profesionalnog i etičkog kodeksa. Kako je finansijsko tržište u ovim privrednim sistemima veoma stabilno (rijetko se dešavaju krize) i ima dugu tradiciju to se na njemu dešavaju inovacije koje upotpunjavaju finansijski proizvod koji fondovi nude.

Razvijene ekonomije imaju dugu tradiciju u ovoj oblasti. Međutim, finansijski autoriteti iz ovih zemalja se uvijek sa dozom opreza odnose prema ovoj oblasti što učesnike na tržištu tjera na korektnu poslovno ponašanje. Na narednim stranicama ovog rada biće osvijetljeni sa različitih aspekata zajednički fondovi u jednom broju razvijenih tržišnih ekonomija.

9.1. Fondovi u Velikoj Britaniji (investment trusts i unit trusts)

Još je daleke 1868 godine u Velikoj Britaniji došlo do značajnih promjena na finansijskim tržištima. Nešto malo ranije ili u tom periodu je počela istorija privatnih investicija u ovoj zemlji. Novoformirane kompanije koje su počele sa radom nijesu pokazivale sličnost sa ostalim kompanijama.¹⁴¹ Posao tada nije mogao biti prepoznatljiv vez obzira da li se radi o drvoprerađi, željeznici ili investiranju u neku drugu kompaniju. Cilj je bio da se omogući investitorima ulaganje umjerenih sredstava u širok spektar hartija bez prihvatanja ukupnog rizika, što se razlikuje u odnosu na ulaganja u pojedinačne hartije od vrijednosti.

Nove kompanije bile su poznate pod nazivom inostrane i kolonijalne (Foreign & Colonial) i u svijetu su prvi investicioni trustovi poprimile inovativne termine u biznisu što je dovelo do njihovog brzog uspjeha. Za sedam godina, više od 17 investicionih fondova je bilo kotirano na berzi. U nastavku turbulentnih vremena jedan broj novih investicionih fondova je doživio krah zahvaljujući gramežljivosti i nesposobnosti menadžmenta. No i pored toga, ove kompanije su odoljele tadašnjim ranim "olujama". Danas originalni trustovi posjeduju imovinu veću od 253 biliona funti aktive (183 biliona – 98 godine i 158 biliona funti – 97 godine) i više od 100 kompanija se kotira na Londonskoj berzi.¹⁴² To, takođe, uvećava broj satelitskih trustova i zadržavajući ime inostranih – kolonijalnih fondova.

Sljedeća prekretnica za privatne investitore desila se u aprilu 1931 godine ustanovljavanjem prvog britanskog unit trasta sa lokalnim i opštim hartijama, sadašnja M(unicipal) & G(eneral) grupa čija je vrijednost investicionih kompanija 15 biliona funti, sa 35 unit i pet investicionih trustova. Fondovi ovog tipa su lansirani nešto ranije u cilju očuvanja tržišta hartija od vrijednosti od katastrofe i finansijske krize koja je loša po investitore. To je razumljivo obzirom da u periodu 1929 – 32 cijena akcija industrijskih kompanija pala za dvije trećine. Poput postojećih investicionih trustova, novi M & G trustovi su sa ograničenim rizikom za investitore obezbjeđujući im širok spektar akcija

¹⁴¹ Anderson C.S. and Born A.J.: "Closed-end Investment Companies", pg.8

¹⁴² Association of Unit Trust and Investment Funds

inicijalno ograničen na 24 kompanije za koje postoji prethodno propisan listing. Uvijek je struktura trasta bila sasvim različita od investicionog trasta zbog toga što se radi o otvorenom fondu. Ovo je veoma važna razlika. Za razliku od zatvorenih investicionih trastova novi investicioni trastovi nemaju fiksni broj akcija. Što je bilo više investitora, bilo je i više novca na raspolaganju a samim tim je i fond postajao širi. Konverzija je bila istinita što je bilo više kupaca i prodavaca.¹⁴³

Prvi unit trust je bio fiksni fond. Novi novac od investitora je bio lociran u predodređeni portfolio i nije bilo fleksibilnosti u investicionoj politici niti prostora za aktivnosti menadžmenta. To je sve bilo do 1935 godine kada su nastali "fleksibilni" fondovi – kao tip koji se sada nudi i prodaje javnosti. Jasno je da obje kolektivne industrije fondova bjeleže značajan rast od početnih koraka. S toga je početkom 1996 godine 161 unit trust kompanija upravljala sa 113 biliona funti investitorskog novca, dok je 340 investicionih trastova kombinovalo aktivu od oko 51.95 biliona funti. Fondovi su investirali oko polovinu investitora u sva svjetska tržišta hartija i oni se zadovoljavaju da za 25 funti mjesečne štednje dobiju potencijalne milionere.

Investicioni trastovi i unit trustovi ulažu novac investitora u akcije i hartije od vrijednosti sa fiksnom kamatom različitih kompanija. Pitanje koje se nameće je da li radije držati poznate i familijarne hartije od vrijednosti za koje će najmanje biti plaćena bankarska kamata ili graditi socijalni štedni račun? Kada investitor stavi 1.000 funti na depozitom zasnovani štedni račun on zna egzaktno šta očekuje. On će očekivati fiksnu kamatnu stopu koja će padati ili rasti u skladu sa pomijeranjima opšte kamatne stope. Kada dode do povlačenja kapitala, on će još biti vrijedan 1 000 funti i njegova vrijednost će biti vjerovatno erodirana inflacijom. Ukoliko dode do investiranja u akcije kompanije, direktno ili kroz kolektivni fond, ne postoje garancije. U stvari, u principu, može utvrditi neka pozicija investitora na osnovu skale rizika. Investitori na tržištu hartija ne mogu da znaju šta mogu da očekuju kada je povraćaj njihovog novca u pitanju. Svi oni znaju da investiraju u kompanije odnosno investiraju u akcionarska prava budućeg rasta i prosperiteta. Investicije kroz unit trustove i investment trustove su investicije u brojne kompanije, iz svih sektora industrije i stoga su to investicije u dugoročni rast zemlje. Prirodno da sudbina ekonomije i individualnih kompanija i investicionih sektora, nije uvijek fleksibilna i investicije u akcije ne mogu biti odvojene od kapitalnog rizika i gubitka dohotka. Obične akcije imaju kompanijski rizik kapitala. Za očekivati je da će cijena akcija (a time i vrijednost investicije) rasti tokom godine, kao i da će dividenda biti plaćena svake godine, ali niko ne može garantovati da će se to i dogoditi.

Cijene akcija su prinjerene zahtjevima investitora i one široko skreću motivisane ciljevima procjene prikaza kompanijske prošlosti, kao i njenog profita i registrovanih dividendi – kao subjektivnog pogleda na budući prospekt. Naizgled prilično jednostavno, kada se javlja više kupaca od prodavaca, kompanijska cijena akcije će rasti, dok će u slučaju većeg broja prodavaca od kupaca, cijena akcija padati. Međutim, nije baš sve tako jednostavno, jer nekada ne postoji povezanost pomjeranja osjećanja investitora sa tržišnim "osjećanjima" individualnih kompanija pa samim tim i cijene akcija. Političke i ekonomske novosti imaju uticaj na cijenu akcija. Slično je sa novostima u sektoru i industriji u kojoj kompanija obavlja svoj biznis. Nesumljivo je da vrijeme kada će investitori biti rastrojani proizilazi iz straha od činjenice da će bilioni funti izbrisati vrijednost akcija zbog iskustava individualnih kompanija sa burnim trgovačkim uslovima i oduzimanjem njihovih dividendi jer su njihovi profiti padali. Direktni investitori u tržište hartija od vrijednosti mogu biti nesrećni dovoljnim ulaganjem novca u obične akcije koje padaju i donose akcionarima finansijski gubitak koji nikada neće biti pokriven. Ljudi prihvataju rizike investiranja u

¹⁴³ Merriman O. C.: " Mutual Funds and Unit Trusts - a global view", pg. 59

akcije kompanija zato što se oni nadaju dugoročnom rastu vrijednosti njihovog kapitala. Takođe, oni vjeruju da će zaradjeni dohodak od njihovih investicija rasti zato što kompanija proizvodi veći profit koji bi doprinio plaćanju dividende njihovim akcionarima. Mnogu investitori koji su ulagali na dugi rok na tržište kapitala su ostali razočarani. Protokom vremena prosječan rast vrijednosti akcija je spoljašnji iskorak inflacije, investicija u imovinu, prvoklasne akcije, banke i građenje socijalnog depozita. Treba proširiti rang industrija i ekonomija u koje se investira, kako bi bio smanjen rizik koji bi nastao slabljenjem ili kolapsom jedne kompanije. Obzirom da je ovo opšti pristup Britanskim fondovima treba naglasiti da investitor kupuje ulog u portfolio investicije koji kasnije za njih realizuju profesionalni menadžeri fonda. Profesionalni menadžeri imaju pristup poslednjim informacijama o svim sektorima jedne industrije, individualnim kompanijama i ekonomiji jedne zemlje, kao i događanjima na internacionalnim tržištima akcija. Kolektivni menadžeri imaju pretenzije da širokim portfolijom eliminišu investicioni rizik na tržištu hartija ali upravo se širinom obezbjeđuje više kapitalnih hartija i dobiti nego u akcije jedinstvene kompanije.

Sledeća prednost kolektivnih investicionih fondova su troškovi. Poslovni troškovi koji uključuju trgovanje malim holdinzima individualnih akcija postiže veliki napredak u investicionim profitima. Unit trustovi i investicioni trustovi nijesu institucije pogodne za kratkoročnu štednju i investicionu štednju koja donosi kapitalni rizik. Oni su kolektivni investicioni fondovi koji se međusobno ne razlikuju u svojoj osnovi i nudenju proizvoda privatnom investitoru uz profesionalno upravljanje portfoliom akcija i obveznica po prihvatljivoj cijeni.

9.1.1. Investicioni trustovi

Naziv investicioni trustovi je veoma varljiv i može dovesti u objektivnu zabludu. Investicioni trustovi (povjerenički fondovi) nijesu pravi fondovi. To su javno kotirane kompanije, čije se akcije i ostale hartije od vrijednosti kupuju i prodaju na Londonskoj berzi. Po svojoj strukturi, investicioni trustovi se ne razlikuju od ostalih kompanija čije se hartije kotiraju na ovoj berzi. Oni su jedinstveni, jedino, po tome što je njihov biznis investiranje u akcije i obveznice ostalih kompanija a ne kupovina supermarketa, prodaja roba ili snabdijevanje centralnim grijanjem. Trgovina akcijama investicionog trasta obavlja se na Londonskoj berzi i oni mogu biti kupovani i prodavani direktno preko brokera ili indirektno posredstvom jedne od štedno – investicionih šema. Zašto se onda investicioni trustovi nazivaju trustovima? ¹⁴⁴ Zbog toga što kompanijska struktura rapidno postaje sveprisutna kao prvi investicioni trust legalnog tipa zvanog Vladin inostrani kolonijalni trust. (Foreign & Colonial Government Trust). On nije bi organizovan kao javna kompanija sve do 1879 godine. To je bio dovoljno dobar i pragmatičan razlog da osnivači favorizuju trust strukturu. U devetnaestom vijeku su investitori bili grogirani mnoštvom berzanskih skandala i o tome se pojavio značajan broj tekstova. Mnogi ljudi su izgubili značajna sredstva novca investirajući loše i mnogi od njih, obmanuti, su jurili kompanije. Trebalo je ponovo uvjeriti investitore i izbjeći vrijeme u kome je ovo bilo postalo nepopularnim konceptom, pa je F&C inicijalno odlučio da se ne prilagođava kompanijskoj strukturi. To izgleda da nije bilo dovoljno da se napravi sasvim korektan pomak. Prema oficijelnoj istoriji Ekonomist je komentarisao u to vrijeme: “ On je veoma osoben - nije kompanija i još treba uraditi neke stvari da bi bila kompanija.” Biznis investicionih trustova je da investiraju u akcije i hartije ostalih kompanija angažujući profesionalne menadžere fonda u cilju upravljanja investicionim portfoliom. Menadžeri fonda posjeduju relativno visok stepen slobode u smislu odabira tipa investiciji koju treba kupiti, ali to ne smije dovesti do

¹⁴⁴ Slaughter J.:” Guide to Investment Trust and Unit Trusts”, pg. 9

nekontrolisanih ulaganja. Oni su odgovorni nezavisnim direktorima kompanije koji račune polažu svojim akcionarima. Po zakonu, investicioni trust mora publikovati oditovan godišnji poslovni rezultat i godišnji izvještaj koji se dostavlja periodičnom sastanku akcionara. Investicioni trustovi su zatvorene kompanije ("closed – end funds") čiji je iznos kapitala determinisan emisijom kada je trust formiran pri čemu postoji fiksiran broj akcija. Prilikom prodaje hartija trasta kao mjesto obavljanja transakcije se uzima otvoreno tržište i portfolio menadžer ne može prodavati neki holding trasta po redosledu kupovine nazad.

Kao kompanije, investicioni trustovi mogu pozajmljivati novac na određeno vrijeme za kupovinu ostale aktive. To znači da je taj kapital moguće usmjeriti u različite tržišne strukture. Na primjer, neki trustovi imaju jednu klasu akcija za investitore koji zahtijevaju dohodak i jednu klasu akcija za one koji žele kapitalni rast. Postoje, takođe trustovi koji imaju fiksiran rastući period u kome će se izvršiti povraćaj kapitala investitoru. Vrijednost aktive investicionog trasta je ukupna vrijednost, poslije pozajmljivanja, odnosno akcije i ostala aktiva u koju je bilo investirano. Cijene akcija investicionog trasta zavisi uvijek od investicione tražnje. Kao rezultat toga, cijena akcija investicionog trasta se ne reflektuje direktno na njihovu neto sadašnju vrijednost (NAV) pa se totalna vrijednost ukupne aktive drži kao tekuća tržišna cijena, poslije oduzimanja obaveza. Neto sadašnja vrijednost se kalkuliše kao neto sadašnja vrijednost podijeljena sa brojem akcija iz emisije. Veoma često je cijena akcija investicionog trasta niža od vrijednosti po akciji sve aktive držane u holdingu. U ovom slučaju se kaže da se trgovina obavlja uz diskont. Ovaj benefit kupaca akcija ogleda se u efektivno sticanju akcija u aktivu trasta po pogodbenoj cijeni.

Ukoliko je investitorska tražnja visoka, s druge strane, cijena akcije trasta može da premašuje neto sadašnju vrijednost po akciji i kupovina trasta će se vršiti uz premiju. U ovom slučaju kupci akcija aktuelno plaćaju više nego što vrijedi osnovna aktiva. Benefiti prodavaca ogledaju se u tome što su oni imali kupovinu uz diskont. Oni prihvataju mali ekstra profit na vrhu nekog rasta vrijednosti portfolio investicija trasta.

Neto sadašnja vrijednost investicionog trasta je ukupna vrijednost svih akcija i hartija od vrijednosti u negovom portfolio, po tekućoj tržišnoj vrijednosti, nakon oduzimanja preferencijalnih akcija i ostalih pozajmica. S druge strane, neto sadašnja vrijednost je procjena iznosa novca po hartiji koja bi bila plaćena akcionarima ako bi investicioni trust bio likvidiran. Neto sadašnja vrijednost se obično određuje kao iznos po običnoj akciji i najčešće se koristi kao mjera performansi fundamentalnog portfolio investicija trasta. Investicioni trustovi redovno publikuju svoju neto sadašnju vrijednost – uobičajeno jednom mjesečno- i investitori je, takođe, mogu provjeriti na cjenovnim stranama, koje uključuju procjenu ove vrijednosti u Financial Times-u svakog dana. Neto sadašnja vrijednost ne govori uvijek koliko vrijede akcije trasta. Za razliku od vrijednosti udjela unit trasta, cijene akcija kod investicionih trustova se direktno ne reflektuju na portfolio investicije trasta. Naravno da cijene akcija investicionog trasta imaju veze sa vrijednošću trustovih investicija u dijelu dobrih performansi koji stimulise tražnju investitora. Ukoliko postoji više investitora koji žele da kupe akcije od njihove objektivne ponude, to će povisiti njihovu cijenu. Ukoliko se pojavi suprotan slučaj doći će do depresije cijene akcija. To znači da cijena akcije investicionog trasta rijetko samo zavisi od neto sadašnje vrijednosti po akciji. Veoma često će se vrijednost akcije mijenjati opadajući ispod neto sadašnje vrijednosti i to se naziva trgovinom uz diskont. Ponekad se dešava suprotna pojava – trustovi imaju veoma dobre performanse pa je tražnja u blagom porastu pri čemu su cijene akcija veće od neto sadašnje vrijednosti – pa se za ovu trgovinu kaže da se odvija sa premijom.

Očigledno je se diskont investicionih trustova sužava na rastućim tržištima ("bull markets") pa je to glavno vrijeme kada se cijene uopšte uvećavaju i investitori bivaju oduševljeni kupovinom. Tokovima opadajućih tržišta ("bear markets"), kada sve propada i sumorna je slika ukupnog ambijenta, cijene padaju, investitori štrajkuju pa se uvećava diskont investicionog trusta. U maju 1996 godine prosječna cijena investicionog trusta je bila niža za 9 % od tržišne vrijednosti akcije u njegovom portfoliju. Kupovinom akcija investicionog trusta uz diskont, može se efektivno kupiti jeftinija aktiva. Stoga se stiče utisak da je moguće dobiti dodatnu vrijednost u portfoliju trusta ali ne i benefite zaradenog dohotka na aktivu koja je bila kupljena uz diskont. Međutim, stvarnost je drugačija jer po zakonu, investicioni trustovi moraju platiti najmanje 85% totalnog neto prihoda svojim akcionarima. Ukoliko diskont produžava vrijeme u kome može doći do prodaje akcija onda ne dolazi do direktnog gubitka. Ukoliko se kupuju akcije uz diskont a potom se prodaju po cijeni mnogo bližoj neto sadašnjoj vrijednosti, onda će taj posao biti veoma prikladan. Investitor mora biti svjestan da ovo ne znači da svaki investicioni trust trguje uz izvanredan diskont. Tržište može pokazati da oni nemaju povjerenje u svoj menadžment. Kupovina akcija sa premijom u odnosu na neto sadašnju vrijednost povećava broj raznovrsnih dilema. Esencijalno je moguće platiti više za akcije aktive trusta nego što one vrijede. Premija može ukazivati da tržište ima veoma visoko mišljenje o menadžerima trusta ali može i iskazati zabrinutost da će menadžeri trebati da produkuju superiorne performanse sa trustovim investicijama u budućnosti opravdavajući premiju koju je plaćena.

Poput javnih kompanija, investicioni trustovi mogu pozajmiti novac na određeni period i koristiti kredit za kupovinu ostalih investicija. Ova "sloboda" pozajmljivanja se naziva *prilagodavanje* sopstvenog portfolija i predstavlja jednu od fundamentalnih razlika između investicionih i unit trustova. Prilagodavanje (ili leveridž – po američkoj terminologiji) se koristi za povećavanje performansi trusta u periodima rasta tržišta. Ukoliko aktiva investicionog trusta poprima rastući karakter, akcionari će imati benefit zbog troškova kredita (fiksna kamatna stopa kredita kojim se kupuje neka aktiva) koji su ostali isti. Ukoliko dobit od aktive raste brže od kamate plaćene na pozajmljeni novac, ostaće više novca za distribuciju akcionarima trusta. Kod rastućih tržišta usklađivani portfolio se nadigrava sa onim portfolijom koji nije predmet usklađivanja. Ali je konverzija, takode, istinita. Ukoliko je aktiva kupljena pozajmljenim novcem opala više nego što je dobila na vrijednosti, performanse portfolija trusta će pretrpjeti proporcionalno viši gubitak. Ukoliko menadžeri pretpostavljaju da će doći do pada vrijednosti na tržištu oni će vođeni pravilima usklađivanja, vjerovatno transferisati dio aktive trusta u gotovinu ili u hartije sa fiksnom kamatom. To je dvosjekli mač koji zahtjeva vješto prilagodavanje. To je povećavanje rizika za akcionare zbog toga što onaj koji pozajmljuje ima prioriteta prava na aktivu trusta ukoliko se smanjuje njegov prinos. Protokom vremena, uvijek, mnogi menadžeri investicionog trusta ostvaruju dobre rezultate koristeći svoje sposobnosti pozajmljivanja po redosledu povećanja povraćaja za svoje akcionare.

Investicioni trustovi su bili bazirani na obezbjeđenju pristupa internacionalnom tržištu isto tako dobro kao i domaćem tržištu i danas ta industrija nudi diverzifikaciju investicionih mogućnosti čime se pokriva širok spektar rizika. Praktično ne postoje restrikcije na investicije koje investicioni trust može napraviti. Asocijacija investicionih trustova (Association of Investment Trust Companies) je udruženje čiji članovi reprezentuju 95 % vrijednosti industrije i 92 % njihovog broja rangiranih prema sektoru u koji se glavnica investira. Ova kategorizacija je sasvim široko postavljena. Neki investicioni trustovi imaju investicionu politiku koja ih kvalifikuje za pojedinačne kategorije, ali i pored toga investiraju na visoko specijalizovanim poljima. I pored toga,

zajedno grupisani sektori mogu imati različite ciljeve i veoma različit profil rizika, što se može vidjeti iz naredne slike i objašnjenja vezana za pojedine kategorije trustova.¹⁴⁵

Sektor	Jednogodišnji prosjeak	Trogodišnji prosjeak	Sedmogodišnji prosjeak
Opšti britanski	+10.8%	+50.4%	+147.5%
Britanski kapitalnog rasta	+8.4%	+46.1%	+89.2%
Britanski dohodnog rasta	+12.1%	+40.3%	+156.6%
Opšti internacionalni	+13.1%	+45.8%	+179.5%
Internacionalni kapitalnog rasta	+8.6%	+51.8%	+151.5%
Internacionalni dohodnog rasta	+8.8%	+25.0%	+127.7%
Sjeverna Amerika	+26.9%	+64.7%	+136.6%
Daleki Istok sa Japanom	+5.2%	+70.7%	+124.0%
Daleki Istok bez Japana	-5.2%	+65.7%	+237.3%
Japan	-6.7%	+58.8%	+53.0%
Zatvoreni fondovi	+4.8%	+45.9%	+113.0%
Kontinentalna Evropa	+5.4%	+58.8%	+114.2%
Evropa	+9.7%	+24.2%	+144.9%
Imovina	-14.1%	+41.3%	-28.5%
Roba i energija	-13.7%	+10.3%	-
Rastuća tržišta	-16.9%	+51.1%	+72.8%
Male kompanije	+7.4%	+60.3%	+76.8%
Venče kapital	+11.7%	+84.5%	+161.2%
Disperzirani kapitalni trustovi	+4.5%	+45.81%	+101.3%
Visoki dohodak	-1.5%	+31.1%	+56.0%
Desetogodišnje zarade 31.dec.1964 – 31.dec1974.			

Sl. 9. 1. Prosječne performanse sektora investicionih trustova

Imajući u vidu prethodne opservacije investicione trustove je moguće podijeliti u sledeće sektore: (1) Internacionalno opšti trustovi – koji investiraju ne manje od 80% svoje aktive u određenu geografsku lokaciju. Tu spadaju internacionalni opšti sektori sa najstarijim i najpoznatijim industrijskim džinovima; (2) Internacionalno kapitalno rastući fondovi – koji, takode, najmanje 80 % svoje aktive usmjeravaju u jedan geografski prostor i njihova investiciona politika je bazirana na maksimizaciji kapitalnog rasta. Ovaj sektor uključuje brojne široko diverzifikovane trustove; (3) Internacionalno dohodno – kapitalno rastući trustovi – čija alokacija aktive zahtijeva kapitalni rast ali i istovremeno visok i rastući dohodak; (4) Britanski opšti trustovi – investiraju najmanje 80 % svoje aktive u britanske registrovane kompanije pri čemu se traži proizvod kapitalnog rasta i pristojnog prinosa za investitore. Ovaj sektor uključuje indeksne trustove; (5) Britanski kapitalno-rastući trustovi – čiji će prinos biti veoma mali i koji će imati najmanje 80 % svojih investicija u britanske kompanije. Investiciona politika trustova zahtijeva rast kapitala; (6) Britanski dohodno - rastući fondovi – postaju sve popularniji i sektor sadrži brojne nove fondove. Investicioni cijevi ovih fondova obezbjeđuju visok i rastući prinos od dividende. Ponekad trustovi imaju specifične ciljeve - na primjer, postizanje dugoročnog rasta kapitala i povraćaja dohotka koji je mjerljiv sa indeksnim fondovima; (7) Visoko – dohodni fondovi – imaju ambiciozne dohodne ciljeve i postoje brojni novi visoko – dohodni fondovi koji su skoro lansirani. Ovi fondovi su dizajnirani da proizvode povraćaj veći od 125 procenata prinosa u odnosu na indeksne fondove i najmanje 80 % njihove

¹⁴⁵ Slaughter J.: "Guide to Investment Trust", pg.33

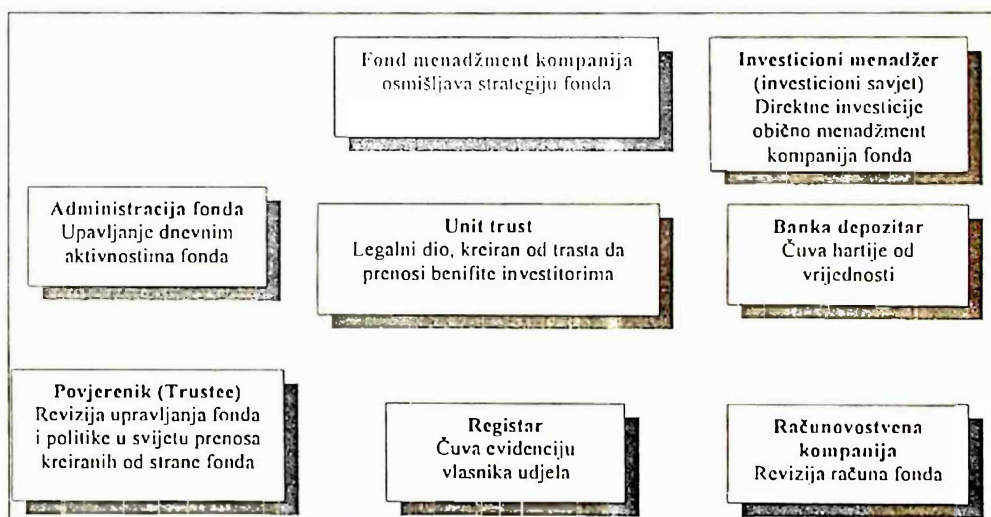
aktive je uloženo u akcije i konvertibilne obveznice; (8) Južno američki trustovi – 80 % svog portfolija investiraju u ostale zemlje južno od Paname. Ovaj sektor je proizvodio pojedinačno dobre rezultate u posljednjih pet godina zahvaljujući strogim performansama berze i pogodnim pomjeranjima deviznog kursa; (9) Trustovi dalekog Istoka (isključujući Japan) – koncentrišu svoj portfelj u hartije kompanija dalekog istoka i to najmanje 80 % portfolija. Jedanaest trustova ovog sektora investira u jednu zemlju regiona poput Koreje, Singapura, Tajlanda i Novog Zelanda. Nijedan od ovih trustova ne investira u Japanske hartije od vrijednosti; (10) Trustovi dalekog Istoka (uključujući Japan) – ne isključuju Japansko tržište ali se japanski portfolio mora biti manji od 80% trustove aktive; (11) Japanski trustovi – najmanje 80% njihove aktive investirano je u Japanske hartije. Sektor teži da razdvoji trustove koji ulažu u male firma od onih koji svoja koncentrišu na velike kompanije. Istorijski je postojala znatna razlika u performansama između ove dvije kategorije ulaganja; (12) Kontinentalno - evropski trustovi – investiraju najmanje 80% svoje aktive u Kontinentalnu Evropu sa brojnom koncentracijom u investicije jedne Evropske zemlje; (13) Pan – Evropski trustovi – uključuju ulaganja holdinga britanskih hartija u njihov portfolio zahvaljući činjenici da Britanija postaje član Evrope u ovoj kategoriji. Ovi trustovi ulažu najmanje 80% svoje aktive u Evropu, sa najmanje 40% u tržišta kontinentalne Evrope; (14) Robni i energetske trustovi – predstavljaju selektovanu grupu trustova koja investira najmanje 80% svoje aktive u hartije roba i energije sa listinga; (15) Imovinski trustovi – ulažu najmanje 80% svoje aktive u imovinske akcije sa listinga. Neočekivano, ovi trustovi i njihovi investitori doživljavaju težiak period u posljednjim godinama; (16) Trustovi rastućih tržišta – su relativno novi ali rastući sektor koji najmanje 80% svoje aktive investira u široka razvojna tržišta ili jedinstvena ali takode tržišta u razvoju poput Čilea i Turske; (17) Zatvoreni trustovi – predstavljaju ekvivalent unit trustovima kao fondovima fondova. Ova mala grupa trustova stavlja najmanje 80% svojih investicija u ostale investicione trustove i zatvorene investicione kompanije; (18) Trustovi manjih kompanija – predstavljaju najbrže rastući od svih sektora trustova. Trust ima najmanje 50% sopstvenog portfolija, po vrijednosti, investiran u akcije malih i srednjih kompanija. Ovaj sektor uključuje tri indeksna fonda; (19) Venče i razvojni kapital trustovi – nemaju definisanu ali imaju jasnu proporciju svog portfolija investiranog u hartije nekotiranih kompanija. Ovaj sektor uključuje nove venče kapital trustove; (20) Razdvojeni kapital trustovi – imaju fiksiranu rastuće podatke i više od jedne klase akcijskog kapitala. Trustovi implementiraju različite investicione politike u različita geografska područja; (21) Venče kapital trustovi – su lansirani u aprilu 1995 godine sa ciljem ohrabrenja investicija u manje britanske nekotirane kompanije dajući veoma opšte poreske podsticaje građanima koji investiraju u posljednjih pet godina. Maksimalni iznos investicije je 100 000 funti. Venče kapital trustovi se tretiraju kao visoko-rizične investicije sa poreskim olakšicama. Trustovi investiraju u široko nekotirane kompanije uključujući i one kojima se trguje na alternativnom investicionom tržištu i sekundarnoj akcijskoj berzi koja je kreirana za manje rastuće kompanije.

Vodeća glasila obično daju dnevne informacije o cijenama akcija kojima se trguje na berzi uključujući i investicione trustove. Posebno je moguće dobiti godišnji izvještaj i bilans izvjesnog investicionog trasta, koji će pokazati koliki profit je zaraden, koliku dividendu su direktori opredijelili za akcionare i kolika je imovina i obaveze kompanije. Ovo treba razmatrati pažljivo jer su one, vjerovatno, najvažniji izvor informacija. Najvažnije trgovačko tijelo u industriji investicionih trustova je asocijacija kompanija investicionih trustova (Association of Investment Trust Company) koja je osnovana još 1932 godine u cilju zaštite i promocije interesa investicionih kompanija i njihovih akcionara. Ova asocijacija publikuje mjesečna statistička izdanja sa detaljima vezanim za personalni akcijski plan i mjesečne štedne šeme. Pored toga asocijacija emituje određene

publikacije i slobodne izvještaje koji doprinose boljoj informisanosti postojećih i potencijalnih investitora.

9.1.2. Unit trustovi

U mnogim aspektima su unit trustovi jednostavniji prenosioци u odnosu na investicione trustove. To je u stvari ukupni ulog investicionog fonda podijeljen na investicione jedinice. (udjele – unit) Investitori kupuju i prodaju udjele od menadžment kompanije fonda poredstvom kompletiranja aplikacione forme, telefona ili faksa, popunjavanjem reklamnog kupona ili posredstvom finansijskog savjetnika. Oni to ne čine posredstvom berze.¹⁴⁶ Kako su unit trustovi "otvoreni fondovi" (open-end fund), oni nemaju fiksni broj udjela, pa ponuda i tražnja nemaju uticaj na cijenu udjela što jednostavno diktira veličina unit trusta. Kad postoji više kupaca od prodavaca unit trusta, novim novcem se kupuje više aktive i povećava se veličina. Kada postoji konzistentno više prodavaca od kupaca menadžeri će izvršiti prodaju dijela aktive trusta po redosledu povraćaja prodavcima. Menadžeri zadržavaju nepromjenljivim gotovinske ekvivalente (keš) u trustu u slučaju da se u pojavi potreba za iskupom hartija od vrijednosti koju drže u svom portfelju. Cijene udjela se direktno reflektuju na vrijednost akcija i obveznica na fundamentalnog portfolija unit trusta. Ovo predstavlja prednost u pravljenju relativno iskrenog događanja u pogledu dobrih i loših investicionih performansi. Za razliku od investment trustova, unit trustovi se pojavljuju konstituisani od strane trusta.



Sl.9.2. Menadžment kompanija kordinira Unit trust-a¹⁴⁷

Povjerenik (trustee), je obično velika banka ili osiguravajuća kompanija, konstituisana kao čuvar trustove gotovine i hartija koja sigurno upravlja fondom uz odgovarajuću saglasnost. To je sistem koji funkcioniše. Ne postoji apsolutna garancija koja investitoru unit trusta ne dozvoljava da izgubi novac zbog oskudnih sposobnosti investicionog menadžmenta ili investicionih uslova, ali ni jedinica koja će izgubiti njihovu investiciju kao rezultat prevare ili obmane. Generalno, unit trustovi će jedino dozvoliti

¹⁴⁶ Vidjeti više u Dibens M: " Smart Questins to Ask About Money – How to Get What You Relly Need and Want", pg. 65

¹⁴⁷ Mc Williams G.B.: "Picking the Right Unit Trust", pg. 67

stavljanje do 10% svog novca u nekotirane akcije (akcije veoma malih kompanija ili novih rizičnih kompanija kojima se trguje na berzi ali ne oficijelno prepoznatljivo) ili akcijama kojima se trguje na rastućim tržištima koja nijesu oficijelno prepoznatljiva od Vladinih autoriteta. Ovo je u kontrastu sa investicionim trustom koji kao kompanije praktično nema restrikcija u pogledu alokacije svojih investicija.

Industrija unit i investment trustova bi bila neprepoznatljiva za svoje osnivače da nije njihovog broja i veličine na tržištu. Aktiva nekih najvećih fondova prelazi i više od jedan bilion funti. Industrija ovih fondova bi bila, takode, neprepoznatljiva da nije diverzifikacije investicionih mogućnosti koja se obezbeđuje za investitore kao i zbog razmnožavanja dodatnih investicionih servisa koji oni nude. Obje industrije (unit trust i investment trust) klasifikuju svoje fondove u široke investicione grupe ili sektore. Fondovi u specifičnim sektorima mogu biti veoma različitog menadžment stila, profila rizika i oni će imati akcije sa opštim karakteristikama investiranja na neka tržišta. Ukoliko prestaju karakteristike akcija trasta - vjerovatno zbog ne širenja proizvoda sa ciljnom dobiti ili zbog proširenja ili suženja njihovih investicionih parametara – dolazi do reklasifikacije. Na početku 1996 godine, industrija investicionih fondova (unit trust) je podijeljena na 24 sektora, dok je industrija investicionih trustova imala 19 različitih kategorija. Ova široka kategorizacija pomaže investitorima da identifikuju fondove prilagođavajući ih sopstvenim pojedinačnim potrebama – postoje male šanse da se traženjem cilja kroz rastući fond ostvari željeni dohodak, na primjer, pri čemu su date male indikacije zaista obilnog nivoa investicionih mogućnosti koje se nude. Kroz ove kolektivne investicione šeme moguće je investirati u vladine i korporativne obveznice, gotovinu i ostale spektre rizika, nestalni rizični kapital, fondove tržišta u razvoju i sl. Imajući u vidu prethodno može se reći da je mogućnosti institucija potrebno prilagoditi investicionom riziku, ličnom budžetu i temperamentu. Fleksibilne, niskokoštajuće investicione šeme pomažu investicionim štedišama gradjenje i upravljanje portfoliom akcija koje nude veće unit trust grupe i investicione kompanije. Postoje akcijske promjenljive šeme koje omogućavaju investitorima sa postojećim akcijskim ulaganjima konvertuju postojeće jeftine hartije u unit trust holdinge ili akcije investicionog trasta. Takode postoje dobro upakovani proizvodi koji obezbeđuju mogućnost korišćenja novca investiranog u unit trust ili investment trust za plaćanje hipoteke ili penziona obezbjeđenja. Veoma je važno praktično iskustvo da svaki fond investira u kvalifikovane akcije po osnovu kojih nema poreskih obaveza za personalni akcijski plan. Ove usluge demonstriraju nove sigurne uloge mnogih investicionih trustova i unit trustova koje odgovoraju, u poslednjih, 15 godina potrebama i zahtjevima investitora. Protokom vremena da se konstatovati da tradicionalni fondovi idu u susret novim tipovima kolektivnih investicionih sredstava.

9.1.3. Unit trustovi i investment trustovi – uporedna analiza

Ake se porede ove dvije vrste finansijskih institucija da se zaključiti sledeće:

- **Osnovni ciljevi** - su im identični, jer je širenje rizika investicionog tržišta za individualce obezbijeđeno subvencijom profesionalnog upravljanja portfoliom hartija.
- **Struktura** – je prilično različita. Unit trustovi su otvoreni fondovi i broj emitovanih udjela će se širiti ili skupljati u zavisnosti od tražnje investitora. Sav novac fonda i njegova aktiva se drži kod nezavisnog povjerenika. Investicione kompanije su javne kompanije sa listinga ili zatvoreni fondovi sa fiksnim brojem akcija. Zaštita akcionara je obezbijeđena upravnim odborom nezavisnih direktora i zakonom o kompanijama.

- **Cijene** – udjela se direktno reflektuju na vrijednost unit trust portfolio investicija. Cijena hartija investicionog trasta će se kretati u skladu sa zahtjevima investitora. S toga ona može biti veća ili manja od vrijednosti trustove osnovne investicije.
- **Pokrivena investiciona oblast** – je veoma slična, ali investicioni trustovi imaju veće slobode u investiranju nekotiranih hartija i hartija kojima se trguje na berzi ali nijesu priznate od vladinih finansijskih autoriteta. Unit trustovi obezbjeđuju viši rang fonda investirajući u hartije od vrijednosti sa fiksnim interesom poput obveznica sa zlatnom podlogom i korporativnih obveznica.
- **Troškovi** – se različito manifestuju na ove dvije vrste finansijskih institucija. Unit trustovi su opterećeni inicijalnom provizijom i godišnjom menadžerskom provizijom. Investment trustovi imaju godišnju menadžersku proviziju koja je u neto iznosu manja od inicijalnih troškova i koju je moguće platiti komisionom ili troškovima kupovine i prodaje akcija investicionog trasta. U prosjeku, troškovi polaganja novca u investicioni trust ili troškovi investiranja u unit trust će biti sasvim bliski, ali će menadžerski troškovi investment trasta biti generalno niži. Ovi troškovi kod unit trasta iznose 6 % od ukupno investirane sume, dok je to kod investicionog trasta u prosjeku 5.41 %. Razliku menadžeri fonda pravdaju činjenicom da je prodaju kod investicionog trasta moguće izvršiti u svakom trenutku, što kod investment trasta nije slučaj.¹⁴⁸
- **Lakoća kupovine i prodaje** – se ostvaruje na sledeće načine: (1) Akcije investicionih trustova se kupuju i prodaju posredstvom brokera, direktno i indirektno preko menadžerske kompanije. Kada su u pitanju unit trustovi moguće se usredsrediti direktno na kompaniju ili kupiti udio posredstvom popunjavanja reklamnog kupona.
- **Rizik** – je neznatno veći kod investicionih trustova. Za razliku od njih unit trustove je moguće pozajmiti za kupovinu više investicija fonda. Ovim usklađivanjem će se ubrzavati performanse trasta u uzlazno rastućem tržištu hartija ali će biti depresija kada cijene akcija padaju. Investitor bi, takode, uhvatio prošireni diskont kad bi želio da izvrši prodaju hartija investicionog trasta.
- **Javni imidž** – se ostvaruje na način što se aktivnosti vezane za fondove provode javno i po unaprijed propisanoj proceduri. Unit trustovi mogu i oglašavati se široko. Kao kompanije investicioni trustovi ne mogu reklamirati svoje hartije osim u vrijeme emisije. S toga oni mogu reklamirati svoj investicioni proizvod posredstvom štednih šema i personalnim akcijskim planom.

9.1.4. Personalni plan ulaganja hartija od vrijednosti

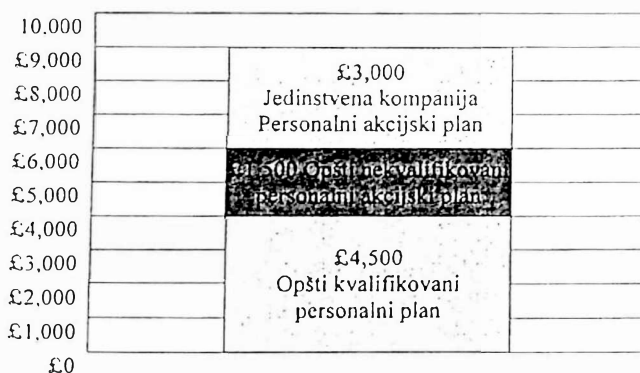
Personalni plan ulaganja hartija od vrijednosti (Personal Equity Plans – PEPs) je štedni plan koji omogućava investiranje akcija i korporativnih obveznica kompanija iz Velike Britanije ili Evropske unije ili pak unit trustova i investment trustova koji investiraju u kompanije bez plaćanja poreza na dohodak po osnovu ostvarenih dividendi i kamata i bez plaćanja poreza na kapitalnu dobit na sopstvene profite. Kao vrijeme nastanka personalnog plana ulaganja se smatra mart 1986 godine kada ga je objavio tadašnji ministar finansija Velike Britanije Nigel Lawson. Vlada je imala za cilj da nagovori što više investitora da uzmu učešća u ekspanziji Britanske ekonomije investiranjem u sopstvene kompanije. U stvari, namjera je bila da se ohrabri štednja koja nije prethodila kupovini akcija. Trebalo ih je namamiti u novo poresko sklonište koje je ponuđeno kao mogućnost za ulaganje ograničenog iznosa novca direktno u hartije, ili u unit ili investment trustove, bez plaćanja poreza na neki investicioni povraćaj. Prvi plan je bio lansiran u januaru 1987 godine ali je u prvim godinama primjene pokazao da može biti dobar signal

¹⁴⁸ Vincent C.: "Be Your Own Stockbroker", pg. 167

koji je iskazao izvanredan investicioni uspjeh sa oko 22 biliona funti investicija u 1995 godini. Početni godišnji doprinos je bio ograničen na relativno niskom nivou (2.400 funti) i jednostavnom investiranju u unit trustove i investment trustove kojim bi se obezbijedila zaštita od rizika za nove investitore na nivou od 420 funti godišnje. Administracija je bila, takode, u košmaru za provajdere personalnog akcijskog plana i to se pokazivalo kao problem ovog dijela tržišta. Personalni akcijski plan se širio i poboljšavao ali sporije od očekivanja. U 1992 godini druga vrsta plana je bila dodata jedinstvenom kompanijskom planu koja je obezbjeđivala unapređenje oslobođenja podesne poreske šeme i adekvatne investicione parametre čiji se matični tok progresivno širio. U posljednje vrijeme prvi nivo ove šeme ima doprinos maksimalno mogućeg iznosa svake godine za personalni akcijski plan koji bi bio limitiran na nivou od 73.200 funti za investicije iz poreza. I kao što svaki bračni partner ima sopstveno plansko dopuštenje tako zajednički mogu sakupiti 146.400 funti kapitala koji je oslobođen od poreza.

Postoje dva tipa personalnog akcijskog plana : (1) Opšti personalni plan investiranja u hartije od vrijednosti i (2) Jedinstven kompanijski personalni plan investiranja hartija od vrijednosti. U prvom slučaju to podrazumijeva investicije različitog ranga uključujući unit trustove ili investment trustove dok je u drugom slučaju u pitanju dozvoljeno ulaganje u hartije kompanija Ujedinjenog Kraljevstva i Evropske Unije.

Maksimalan doprinos opštem personalnom akcijskom planu je iznos od 6.000 funti svake poreske godine i maksimum investicija u jednu kompaniju personalnim akcijskim planom u iznosu od 3.000 funti svake poreske godine. Kvalifikovane investicije u generalni personalni akcijski plan, prikazane na narednoj slici, uključuju hartije koje su u pojedinačnom i kolektivnom portfelju (unit trust, investicioni trustovi i otvorene investicione kompanije).¹⁴⁹



Sl. 9.3. Dozvoljeni akcijski personalni plan

Investicioni trustovi nijesu kvalifikovani kao jedinstvene kompanije personalnih investicija mada su svi investicioni trustovi javno kotirane kompanije. Ovaj argument u poreskom smislu, investicioni trust kao i unit trust, tretira u formi kolektivnog fonda koji je oslobođen od poreza na kapitalnu dobit na investiciono poslovanje unutar fonda. Svako ko je star najmanje 18 godina i rezident je Velike Britanije za poreske svrhe, može investirati u personalni plan hartija od vrijednosti ali ne može ulagati novac u više od jednog opšteg plana ili jednog jedinstvenog kompanijskog plana svake godine.

¹⁴⁹ Vidjeti više Mc Williams G.B.: "Picking the Right Unit Trust", pg. 39
244

Pri tome treba imati u vidu osnovna pravila personalnog plana ulaganja u hartije od vrijednosti:¹⁵⁰

- Investitor mora biti rezident Velike Britanije i stariji od osamnaest godina da bi mogao da investira personalnim akcijskim planom;
- Investicije ovakvog tipa se obavljaju posredstvom plan menadžera;
- Persona može investirati više od 6.000 funti u jednoj poreskoj godini u opšti personalni akcijski plan ali ne može investirati sa više od jednim plan menadžerom.
- Moguće su investicije više od 3.000 funti u pojedinu kompaniju tokom jedne poreske godine. Plan menadžer za ovu investiciju ne mora biti menadžer za generalni personalni plan hartija od vrijednosti. Svaki investicioni trust nije kvalifikovan za jednokompanijski personalni plan ulaganja u hartije od vrijednosti.
- Svaki bračni partner ima svoju generalnu i jedinstvenu kompaniju u koju mu je dopušteno ulaganje ali zajedno ne mogu imati personalni plan ulaganja hartija od vrijednosti udruženim snagama.
- Puni iznos od 6.000 funti generalni plan ulaganja dozvoljava investiranje u kvalifikovane unit i investment trustove. Riječ je o fondovima koji imaju najmanje 50 % svoje aktive investirane u akcije ili obveznice Ujedinjenog Kraljevstva ili kompanije Evropske unije;
- Do 1.500 funti generalnog personalnog akcijskog plana može biti investirano u unit trustove ili investment trustove koji se ne kotiraju na berzi. Ovi fondovi, takode, moraju investirati najmanje 50 % svoje imovine u akcije ili obveznice kompanija koje su kotirane na berzi ili koji su priznati od poreske administracije.
- Ne postoje vremenski limiti za kotirane personalne akcijske planove u pogledu poreskih benefita i svako može prodati svoj personalni akcijski plan kad god to želi;
- Postoji mogućnost transfera personalnog akcijskog plana od prethodne poreske godine za različite plan menadžere bez žrtvovanja poreskih benefita;
- Nepunoljetna djeca ne mogu i ne može se u njihovo ime i za njihov račun investirati u personalne akcijske planove.
- Nije dozvoljeno ulagati u personalni akcijski plan ukoliko ulagač odlazi da živi i radi inostranstvo ali će novac investiran u personalni akcijski plan prije odlaska u inostranstvo biti nastavljen u vidu oslobođene akumulucije od svih poreza.
- Nemoguće je transferisati svojinu svog akcijskog plana na nekog drugog jer personalni akcijski plan gubi svoje poreske benefite kada investitor umre. Datumom smrti sve buduće kapitalne dobiti i dividende postaju oporezive.

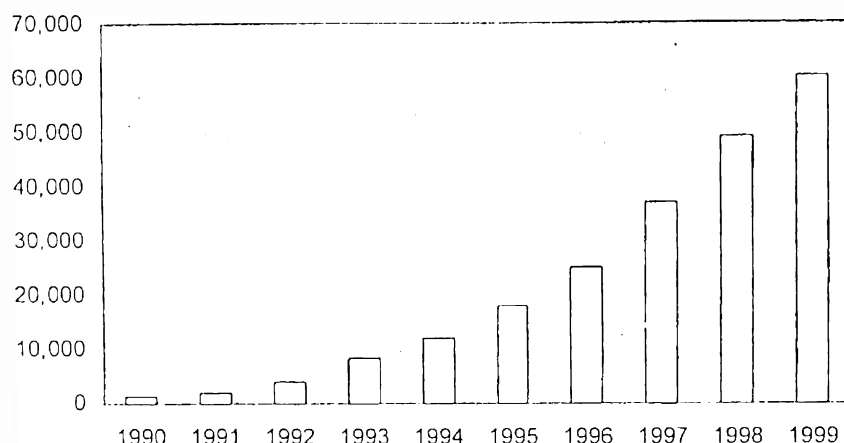
Ukoliko investitor ne oduzme svoj doprinos godišnjem personalnom akcijskom planu u jednoj poreskoj godini on ga gubi zauvijek, neupotrijebljeno dopuštenje ne može biti preneseno na sledeću poresku godinu. Prilikom ovakvog tretmana personalnog akcijskog plana treba imati u vidu da je on prenosno sredstvo koje obezbjeđuje mehanizam za investiranje u investicione trustove i unit trustove bez plaćanja poreza na investicioni povraćaj. Uvijek kada je poreska pozicija u pitanju u pogledu generalnih i pojedinačnih kompanijskih personalnih akcijskih planova treba biti, po definiciji, precizan i konkretan. Dohodak i kapitalna dobit ne mogu biti deklarirani za poreski povraćaj. U stvari investitori ne treba da imaju neki blizak personalni kontakt sa Poreskim uredom kao njihove zainteresovane generalne i pojedinačne kompanije za personalni akcijski plan.

Britanci su skloni tvrdnji da je personalni plan ulaganja u hartije od vrijednosti veoma blizak "besplatnom ručku", ali nije sasvim tako. Za očekivati je povraćaj poreskih benefita jedino ako je investirano u rang dozvoljenih investicija personalnim akcijskim planom. Favorizovane su investicije u akcije kotiranih kompanija Ujedinjenog Kraljevstva

¹⁵⁰ Slughter J.: "Guide To Investment Trusts & Unit Trusts", pg. 186.

i Evropske Unije koje su na listingu berze Evropske Unije, kao i obveznice sa fiksnom kamatom i hartije emitovane sa prethodno pomenuta dva tržišta. Unit trustovi i investicioni trustovi koji imaju najmanje 50% svoje aktive investirano u ove kompanije su poznati kao "kvalifikovani" fondovi i oni su u stanju da obezbijede investitorima sa personalnim planom ulaganja u hartije od vrijednosti vezu sa njihovim fondovima. To je, takode, moguće ako se izvrši ulaganje određene svote od 1 500 funti od 6000 funti godišnje od generalnog akcijskog plana u "nekvalifikovane" unit trustove i investicione trustove. Ovi fondovi mogu najviše investirati u prepoznatljiva prekomorska tržišta ali pri tom ne smiju kršiti pravila koji se odnose na 50 – procentno ulaganje u hartije Ujedinjenog Kraljevstva i Evropske Unije.

Izuzetno se teško pojedinačno odlučiti na određene akcije ili udjele kao investicije personalnog akcijskog plana. Obično se personalni akcijski plan tretira od strane autorizovanog plan menadžera. Ovim zahtjevom se provodi puna selekcija. Investitori koji treba da izvrše izbor podesnog personalnog akcijskog plana mogu osjećati da uvijek postoji jači izbor za komfor. Postoji više od 200 provajdera personalnog akcijskih plana sa nešto više od 1.200 različitih planova. Neki brokeri i investicioni savjetnici upravljaju portfolijom akcija ili unit trustova u personalnom akcijskom planu za svoje klijente ili im nude savjete prilikom kupovine i prodaje. Ovakav aranžman je poznat kao diskreciono upravljanje personalnim akcijskim planom ili savjetovanje personalnim akcijskim planom. Manje iskusni i sigurni investitori, takode, preferiraju upravljanje personalnim akcijskim planom što je poznato kao sopstvena selekcija personalnog akcijskog plana. Ovi planovi najviše odgovaraju suštinskim investitorima koji su sposobni izdržati rizike investiranja novca direktno u hartije od vrijednosti. Za većinske investitore, kolektivni investicioni fondovi su dobar izbor jer oni ograničavaju tržišne rizike nudeći široke holdinge i široke izbore investicionih sektora obezbjeđujući profesionalni menadžment uz umjerene troškove. Na početku 1996 godine punih 6.000 funti personalnog akcijskog plana doprinosilo je investiranju u izbor od 760 unit trustova ili 176 investment trustova. Unit trust industrija je imala 17.8 biliona funti od ukupnih investicija fondova u iznosu od 117.8 biliona funti poredstvom menadžmenta investiranog u svoje personalne planove hartija od vrijednosti. Na taj način se drži pod kontrolom 60% ukupnog novca plasiranog posredstvom personalnih akcijskih planova. Pri sagledavanju globalne investicione industrije investicioni trustovi upravljaju posredstvom personalnog akcijskog plana mnogo manje od unit trustova. No i pored toga treba imati u vidu personalni akcijski plan u periodu 1990 – 99 koji bilježi rapidan rast što se može vidjeti na sledećoj slici:



Sl. 9.4. Personalni akcijski plan fondova 90-99¹⁵¹

U globalu to je vjerojatno iznos od 15% od tržišta koje se odnosi na personalne planove hartija od vrijednosti.

Postoje brojni razlozi za ovakvo nešto od kojih ćemo navesti samo neke. Unit trustovi teže zatvorenim kontaktima sa nezavisnim finansijskim savjetnicima. Oni, takođe, plaćaju proviziju za neke savjetnike koje preporučuju jedan od njihovih fondova, obzirom na komparativnu činjenicu da neke kompanije investicionih trustova još uvijek vrše komisiona plaćanja. Sve više savjetnika startuje sa troškovima koji se odnose na proviziju njihovih klijenata, što uvijek može postati bolja preporuka za investicione trustove. Investicioni trustovi se, takođe, susrijeću sa ostalim preprekama. Investiciona strategija nekog od najuspješnijih i najširih investicionih trustova, koji koncentriše široko disperzivni portfolio internacionalnih akcija, isključuje ih iz kvalifikacija za puni status personalnog plana ulaganja hartija od vrijednosti. Investitori su stoga ograničeni na doprinos ulaganju od 1.500 funti "nekvalifikovanih trustova". Ovo izaziva mnoge menadžere velikih internacionalnih investicionih trustova na razmatranje mogućnosti podešavanja njihovog portfolija u želji da postane potpuno prilagodljiv personalnom planu ulaganja u hartije od vrijednosti. Investicioni trustovi su, takođe, hendikepirani činjenicom da prave mnoge dodatne troškove za menadžment personalnih akcijskih planova dok unit trustovi upravljaju dodatnim administrativnim troškovima.

Najveći broj personalnih akcijskih planova teži da ostvari vezu sa jednim od investicionih fondova, pa postoji prostor za investitore koji žele da koriste kolektivne fondove, što se kasnije diverzifikuje u jedinstven trust. S toga, neki investicioni menadžeri nude "miksovani personalni akcijski plan" koji im omogućava da urade ovo. Na primjer, postoje personalni akcijski planovi koji dozvoljava investorima da štede novac u širok spektar unit trustova i investicionih trustova ili u portfolio akcija i unit trustova. Postoji znatan broj investment trust menadžera koji obezbjeđuju personalne akcijske planove omogućavajući dodatno direktno izlaganje akcija jezgru kolektivnog holdinga personalnog akcijskog plana. Izvjesni trustovi koji upravljaju pojedinim personalnim akcijskim planovima su veoma fleksibilni. Dopušteno je satelitskim portfolijima ostalih hartija Ujedinjenog Kraljevstva i dozvoljeno je investorima da ulažu 1.500 funti u jedan od dva

¹⁵¹ Association of Unit Trusts and Investment Funds

investiciona trasta i balansiraju godišnjim doprinosom ulaganjem u jedan ili više od 88 izabраних ostalih investicionih trastova.

Personalni planovi ulaganja hartija od vrijednosti se mogu pojaviti u sledećim oblicima: (1) Dohodno akcijski personalni plan ulaganja u hartije od vrijednosti; (2) Rastući personalni plan; (3) Indeksni personalni plan; (4) Korporativno obveznički personalni plan; (5) Evropski personalni plan; (6) Nekvalifikovani unit trastovi i investment trastovi i dr.

9.1.5. Otvorene investicione kompanije

Benefiti ostvareni ulaganjem u investicione fondove, gdje se individualna ulaganja zajednički zbrajaju stvarajući pul, najbolje je sumiran u sledećoj definiciji objavljenoj u reklamnoj publikaciji britanske asocijacije investicionih kompanija: “ Oni nude ljudima sa limitiranim vremenom ili ograničenim investicionim sposobnostima ili skromnim sredstvima pristup investicionim povraćajima raspoloživ jedino više sofisticiranim investitorima koji su sposobni da kupe njihove profesionalne savjete. Oni generalno iziskuju manji rizik od direktnog ulaganja u hartije i imaju ponudu određenih ekonomskih razmjera.” Postoje dva davno ustanovljena tipa investicionih fondova: unit trastovi i investicioni trastovi. U maju 1997 godine utvrđen je novi tip investicionih fondova nazvan otvorene kompanije (Open End Investment Company – OEIC-s) koji u sebi sublimira najbolje karakteristike unit i investicionih trastova formirajući kompanijsku strukturu. “ Otvorene investicione kompanije su novitet u kolektivnoj investicionoj šemi u Velikoj Britaniji nastale kombinacijom unit i investicionih trastova”¹⁵² Investicioni fondovi imaju tri ključne prednosti u odnosu na direktne investicije u akcije, obveznice i imovinu. Prvu, rizik je širi i stoga reduciran. Drugo, oni dozvoljavaju u punom vremenu korišćenje profesionalnih i ekspertskih analiza i savjeta od strane investicionih menadžera. Treće, njihovi troškovi su prihvatljivi u odnosu na efikasnost.

Otvorene investicione kompanije su moderna verzija unit trastova. Oni koriste osnovnu korporativno - investicionu strukturu korišćenu za investicione fondove u kontinentalnoj Evropi i S.A.D.-a. Mnogi investicioni menadžeri sada posmatraju ovu prednost kao skretanje postojećih investicionih fondova u otvorene investicione kompanije zbog njihovog doživljavanja kao novog sredstva koje je više fleksibilno. Poput unit trastova, otvorene kompanije su čvrsto regulisane autoritetima finansijskih servisa. Uvijek, za razliku od unit trastova koji su tretirani starim fondovskim zakonodavstvom, otvorene kompanije su tretirane novim, specijalno pisanim, kompanijskim zakonom. Ove kompanije, generalno odgovaraju kontinentalno evropskim investicionim fondovima kojima se upravlja jednostavnim razumijevanjem cjenovnih ograničenja. Kod otvorenih kompanija postoji jedna cijena za kupce i prodavce. Troškovi prodaje i kupovine su separatno prikazani. Poput investicionih trastova i kompanijske akcije se kupuju ili prodaju u otvorenoj kompaniji i obično je ona subjekt odgovornosti. Treba imati u vidu da se prvo plaćaju troškovi investiranja pojedinačno čime se lakše vidi šta će investitor dobiti i samim tim šta je platio. Kod tradicionalnih unit trastova postoje dvije cijene: kupovna i prodajna cijena. Ovaj dualni cjenovni sistem uključuju u kalkulaciju menadžerske troškove i savjetničku kalkulaciju. U poslednje vrijeme postoji mogućnost da unit trastovi upavljaju nekim cjenovnim ograničenjima kao otvorene kompanije premda sada postoje neka ograničenja. Investicioni trastovi, takođe, imaju dualni sistem cijena ali je raspon između dvije cijene uzak pa se reflektuje na činjenicu da se brokerski komisioni troškovi prilikom prodaje i kupovine tretiraju separatno. I kod otvorenih kompanija i unit trastova cijena koju investitor plaća je fundirana aktivom pa se u svakom trenutku može vidjeti šta se iz tog

¹⁵² Russel R.: “ An Introduction to Fund Management ”, pg. 15

ulaganja dobija. Uvijek kod investicionih trustova cijena može varirati od precizne vrijednosti bazirane na aktivima i uobičajen tržišne cijene koja je niža od fundamentalne vrijednosti portfolija (trgovanje uz diskont) ili ponekad i viša kada se trguje uz premiju.

Otvorene kompanije se tretiraju kao "kišobran"¹⁵³ strukture što znači da postoji nekoliko segmenata – "sub – fondova" – pri čemu svaki od njih ima različite investicione ciljeve. Ispod jednog "kišobrana" otvorenih kompanija može biti više sub-fondova koji investiraju u akcije britanskih kompanija, vladinih ili korporativnih obveznica, hartije sjevernoameričkih kompanija i dr. Poboljšanje karakteristika je takvo da klasa ponuđena za pojedinačni subfond može biti emitovana u valuti drugačijoj od britanske funte. Ovo znači da bi investitori mogli da kupuju, na primjer, njemačkim markama ili američkim dolarima ukoliko je ovo pogodnije za njih. Da rekapituliramo, unit trustovi ili otvorene kompanije su varijabilne veličine ali su cijene fiksne, normalno na dnevnoj bazi vrijednosti njihove aktivne. Kod investicionih trustova veličina fonda je fiksna ali je cijena različita od vrijednosti osnovne aktive i zavisi od ponude i tražnje za fondovskih akcija. Različite strukture imaju prednosti i mane saglasno individualnim okolnostima. Ostale faktore je potrebno uzeti u obzir prilikom donošenja odluke o pojedinačnom fondu. Važni faktori prilikom izbora uključuju kvalitet menadžment kompanije, troškove i istoriju performansi. Investicioni savjetnik je uvijek spreman da pomogne u izboru tipa investicije i tipa investicionog fonda. Uvođenjem otvorenih kompanija data je mogućnost industriji zajedničkih fondova da prilagode rang fondova satisfakciji kupaca. Neki fondovi koji nastaju i kao unit trustovi i investment trustovi bivaju spojeni i konvertovani u otvorene investicione kompanije i nastavljaju da pružaju mogućnost raznovrsnog investiranja.¹⁵⁴ Ovo je generalno dobro za investitora zbog pomoći u reduciranju rizika i pojednostavljenju izbora.

Ukoliko je investitor vlasnik unit trasta ili investicionog trasta on može biti pitao za mišljenje ili za dozvolu ako želi promjenu. One će imati mogućnost da ponudi odgovor na pitanje i objektivizira predlog ukoliko bi promjena uvećala razloge za zabrinutost. Mnoge razlike između otvorenih kompanija, unit trustova i investicionih trustova su tehničkog karaktera i limitiraju interes običnim investitorima. Uvijek kada promjena strukture takode, znači na primjer, suštinsku promjenu u investicionim težnjama i ciljevima, investitor može promijeniti prema tome svoj investicioni portfolio. Vjerovatno se investicioni ciljevi najbolje mogu sagledati uporednom kratkom analizom prethodno tretiranih investicionih fondova.

¹⁵³ Dibens M.: "Smart Questions to Ask About Money", pg.73

¹⁵⁴ Harrison D. : "The First Time Investor", pg.79

Karakteristike	Unit Trust	Otvorena investiciona kompanija	Investment trust
Pravna struktura	Trust	Kompanija	Kompanija
Priroda fonda	Fond se širi i skuplja zavisno od tražnje	Fond se širi i skuplja zavisno od tražnje	Fiksni broj akcija iz emisije
Investitorski holding	Udjeli	Akcije	Akcije
Regulacija	Menadžer, trustee, unit trust i marketing regulisan od autoriteta finansijskog servisa	Menadžer, depozitarni autoritet i marketing regulisan od autoriteta finansijskog servisa	Registrovano prema Zakonu o kompanijama, pravilima berze i poreskim propisima
Nezavisna supervizija	Trustee	Depozitar opciono nezavisni direktori	Berza zahtijeva nezavisnog direktora
Investicione restrikcije	Jasno definisana pravila koje investicije menadžeri mogu praviti	Jasno definisana pravila koje investicije menadžeri mogu praviti	Neograničena investicija dozvoljavaju subjektima pristup upravi
Mogućnost pozajmice	Ograničena moć pozajmice (do 10% fonda)	Ograničena moć pozajmice (do 10% fonda)	Ekstenzivna sposobnost pozajmljivanja (finansijska poluga)
Kompenzacija	Pokrivena od investicione kompezacione šeme ukoliko je trustee u kolapsu	Pokrivena od investicione kompezacione šeme ukoliko je depozitar u kolapsu	Pokrivena od investicione kompezacione šeme ukoliko je posrednik / menadžer u kolapsu
Listig berze	Nije na listingu u praksi	Nije na listingu u praksi	Na listingu Londonske berze
Cjenovni sistem	Dvojne cijene: različite kupovne i prodajne cijene ili jedinstvene cijene	Jedinstvena cijena	Dualne cijene: različite kupovne i prodajne cijene
Procjena	Definisana regulativom	Definisana regulativom / instrumenti pretvaranja	Menadžerska procjena na liniji sa opštom računovodstvenom praksom
Frekvencija procjene	Normalana dnevna	Normalana dnevna	Normalno jednom mjesečno
Cijena	Refleksija vrijednosti investicija u fondu (neto vrijednost aktive) + široko kalkulisanje troškova	Refleksija vrijednosti investicija u fondu (neto vrijednost aktive) sa separatno prikazanim troškovima	Različite prema tržišnim kretanjima i separatno prikazanim troškovima
Opcija individualnog štednog računa	Da – Unutar odgovarajućeg poreskog ograničenja	Da – Unutar odgovarajućeg poreskog ograničenja	Da – Unutar odgovarajućeg poreskog ograničenja
Poreska prednost	Osloboden od poreza unutar fonda	Osloboden od poreza unutar fonda	Osloboden od poreza unutar fonda
Kupovina / prodaja	Posredstvom unit trust menadžera, prodajne kompanije, finansijskog savjetnika ili broker	Posredstvom otvorene kompanije, finansijski savjetnik ili broker	Preko brokera, finansijskog savjetnika ili menadžera trusta direktno

Tabela 9.1. Poređenja investicionih kompanija¹⁵⁵

¹⁵⁵ Guide to Investment Funds - Association of Unit Trusts and Investment Funds

9.3. Uporedna analiza investicionih fondova u Velikoj Britaniji i S.A.D. - a

Ako se želi napraviti objektivna analiza uzroka, uslova i ciljeva u ove dvije razvijene tržišne ekonomije neophodno je to učiniti po nekoliko elemenata. ¹⁵⁶ U prvom redu treba istaći da *zakonska infrastruktura* u Velikoj Britaniji donesena 1958 godine, dok je u Sjedinjenim Američkim Državama to učinjeno 1940 godine Zakonom o investicionim kompanijama.

U Velikoj Britaniji su *interne aktivnosti* prenesene na povjerenika dok je u drugom slučaju u pitanju nešto kompleksniji poslovi u kome učestvuje više subjekata. Pored prospekta koji treba učiniti dostupnim javnosti neophodno je potpisati ugovor sa: depozitom bankom, distributivnim agentom, menadžment savjetnikom i agentom transfera. Što se vremenskog perioda tiče on je kod britanskih fondova uobičajeno 20 godina ali može biti i po potrebi produžen do kraja inicijalnog perioda dok je u S.A.D.-a vremenski neograničen.

Što se *subjekata* koji učestvuju u poslovanju fondovima treba istaći britanske: (1) Menadžment kompanije – koje predstavljaju legalni entitet od koga povjerenik obično obezbjeđuje savjetničku kancelariju rukujući sopstvenom prodajnom literaturom; i (2) Povjerenike (trustee) – koji više ili manje kontrolišu odluke menadžmenta zavisno od hartija unutar fonda prema onome što je prenijeto na fond. Račun povjerenika je pripremljen separatno u odnosu na račun menadžment kompanije. U S.A.D. – a zajednički fondovi poprimaju karakter korporativnih investicionih kompanija. Pored njih se obično javljaju: (1) Veleprodajni distributer – koji je obično posebni entitet ali može biti i filijala investicione kompanije; (2) Savjetnik fonda i (3) Povjerenik – sa potpunom odgovornošću koji nema pravo da izaziva odluke menadžmenta zavisno od obrta hartija fonda. Investicije fonda se pojavljuju u finansijskom iskazu investicione kompanije.

U Britaniji se menadžment kompanija pojavljuje kao principal u kupovini i prodaji udjela za svoj račun ali može paralelno raditi i kao principal i kao agent u kupovini i prodaji za račun fonda što u oba slučaja podrazumijeva odobrenje ili gotovinski fondovski metod operacije. Gotovinski fondovski metod je normalno restriktivan za menadžere i privremen za agente. Pored toga, menadžeri mogu kreirati udjele za sopstveni račun. Za razliku od unit trustova zajednički fondovi prodaju i kupuju jedino kao agenti. Proces prodaje udjela je manje opterećen troškovima i plaća se direktno fondu i kupovina udjela se može vršiti direktno gotovinskim izvorima unutar fonda. Ipak može postojati "ulično tržište" van menadžerske kontrole gdje dileri hartijama kupuju i prodaju udjele za svoj račun.

Prodajne procedure su u Britaniji kontrolisane u skladu sa zahtjevima trgovačkog borda. Prodajni materijal i ugovoreni prinos na udjele može biti reklamiran od strane povjerenika. Prodaja može biti obavljena direktno od menadžera ili posredstvom banaka, brokera ili profesionalnih agenata. Ove procedure su u S.A.D.- a kontrolisane o strane Komisije za hartije od vrijednosti i Nacionalne asocijacije dilera. Prodaja se uobičajeno obavlja kroz veletrgovinske distributere koji dodaju inicijalne servisne troškove na "neto sadašnju vrijednost" uzetu od menadžerske kompanije.

Početna servisna provizija iznosi oko 3 % i zadržana je od strane menadžment kompanije (koju obično plaća komisiono agent) dok je na godišnjem nivou 0,5 %. U S.A.D. – a inicijalna servisna provizija iznosi oko 8 % od kojih bi 2 % bilo vraćeno veleprodajnim distributerima i 6 % dato veleprodajnim distributerima za dilere kada se prodaja vrši posredstvom agenta. Veleprodajni distributer bi mogao biti filijala menadžerske kompanije. Inicijalna uslužna provizija bi išla nadalje u skladu sa saldom

¹⁵⁶ Merriman O. C. : " Mutual Funds and Unit Trusts - a global view", pg. 161.

koja tretira veličinu kupovine. Godišnji troškovi bi bili kao i u Ujedinjenom Kraljevstvu na nivou od 0.5 %.

Troškovi otkupa i ponovna kupovina se u Velikoj Britaniji obavljaju bez troškova. Međutim, menadžeri bi kotirali ponudenu cijenu kojom ponovo prodaju udjele za svoj račun kad bi ih obično napustali sa određenim procentom od profita. U američkoj ekonomiji ne uobičajeno postoje mali procenti za ovu djelatnost i najčešće iznose oko 1 %.

Forma izvještavanja je u oba slučaja definisano odgovarajućim zakonskim propisima ali se u praksi nivo informacija povećava i prilagođava u skladu sa najboljom praksom. Forme izvještavanja sadrže minimum provjernih informacija kojima se javnost snabdijeva u polugodišnjim intervalima: (1) Procenat od vrijednosti svake investicije i gotovine sadrži totalnu vrijednost fonda, zajedno sa ponudenom cijenom udjela prethodnih dividendi poslednjeg dana distribucionog perioda. (2) Iskaz bruto iznosa distribuiranog dohotka, oduzeti porez, iznos gotovinske prirode kapitala koji je distribuiran i ostalih izvora iz istih izvora i iznos ostalih odbitaka bilo da su godišnji ili polugodišnji troškovi od prihoda na kapital. U nastavku, najmanje u godišnjim intervalima, računovodstveni izvještaji cirkulišu između vlasnika udjela zajedno sa očitovanim bilansima prikazujući iznos i procenat bruto profita: (1) Prodajom novih udjela; (2) Ponovnom prodajom udjela i (3) Prodaja bazičnih hartija likvidiranih udjela. Izvještaj mora biti praćen sertifikatom potpisanim od strane direktora menadžerske kompanije, stanjem bilo da je kompanija u pitanju ili da to čini neka individua u korist kompanije: (1) Transferisanjem udjela do druge persone za prodaju, preporodaju, likvidaciju ili sledeći transfer do menadžment kompanije za prodaju, preprodaju ili likvidaciju; (2) Sticanja i raspolaganja osnovnim hartijama drugačijih od trgovanja na priznatoj berzi; (3) Raspolaganja udjelima drugih osoba po cijeni nižoj od tekuće ponudene cijene ili (4) Stečenih udjela po cijeni nižoj od tekuće cijene. U S.A.D. – a revidovane informacije se plasiraju u polugodišnjim intervalima : (1) Računovodstveni izvještaj praćen iskazom agregatnih vrijednosti investicija na dan sastavljanja završnog računa; (2) Prikaz iznosa i vrijednosti hartija u svojini na dan sastavljanja završnog računa; (3) Izvještaj o ostvarenoj dobiti i viškovima; (4) Izvještaj o agregatnim nagradama plaćenim direktorima i članovima savjetničkog borda i (5) Iskaz agregatnog dolarskog iznosa kupovine i prodaje investicionih hartija od vrijednosti. To podrazumijeva uključivanje detalja o hartijama, kupovine i prodaje unutar portfolija držanog svake pola godine.

Kalkulacija cijene udjela u obje ekonomije odvija se na nivou postojeće i dalje prodaje. U Britaniji je ovo ograničeno trgovačkim zahtjevima borda. Donesena cijena može biti uzeta osnovna vrijednost primjenljiva u vrijeme osnovne kotacije, uvećana za fiskalne i kupovne troškove i preliminarne uslužne troškove i ostalu imovinsku akumulaciju trasta podjeljenu sa vrijednošću broja udjela za dati trust. Vrijednost osnovnih hartija trasta se kalkuliše na najnižoj tržišno ponudenoj cijeni na priznatoj berzi. Cijena, prema tome, može biti uravnotežena kao suma koja neće premašiti 1% do 3 % sastavljene cijene ili bilo koja niža.

Kod preprodaje, ponudena cijena je u praksi kotirana uzajamna veza prodajne cijene i zavisnog mjesta udjela na tržištu, ali ne u slučaju manje od ponudene cijene kalkulisane u saglasnost sa sledećom formulom trgovačkog borda: (1) Gdje osnovne investicije reprezentuju prodati udjeli, vrijednost investicije je vrijednost kalkulisana sa preporukama realizovane cijene. (2) Gdje investiciju reprezentuju udjeli koji nijesu prodati, kao i najviša tržišna ponudena cijena investicije konstituiše udio ili najbliže vrijeme kupovine koje je bilo uloženo zajedno sa svom nepodijeljenom gotovinom manjom od nekih obaveza, komisiona i troškova ocijenjenih plativim. To je ukupna ponudena vrijednost podijeljena sa brojem udjela koja je rezultirala cijenom udjela prilagođenom umanjenju 1% do 3% koji god su manji. U Sjedinjenim Američkim Državama prodaja je

ograničena Zakonom o investicionim kompanijama i aktima nacionalne asocijacije dilera koji postavljaju donju granicu u pogledu cjenovne determinacije. Prodaju ili "upitnu" cijenu ograničavaju u osnovi ukupna "neto sadašnja vrijednost" prikazana dnevnim finansijskim iskazom koji sadrži sve fondove hartije i gotovinske ekvivalente sa naplatama manjih plaćanja. Osnova portfolia ocjene varira od "upitne" cijene do "ponudene" cijene hartija ili "završne" cijene. Kupovni troškovi i brokerska apanaža su specifično uključeni u kalkulaciju. Oni se ne pojavljuju u nekoj direktnoj zavisnosti od "zaokružene" cijene hartija od vrijednosti. Prije "zaokruživanja" podešavanjem cijene "neto sadašnjom vrijednošću" vrši se podizanjem iznosa preliminarne troškova usluga. Prilikom ponovne prodaje plaćena cijena bi bila po cijeni "neto sadašnje vrijednosti" kalkulirana u vidu ekskluzivnih preliminarne troškova. U nekim slučajevima mali otkupni troškovi napravljeni su na nivou od 1 %. "Ponudena" i "upitna" cijena za zajedničke fondove dnevno kotirane u finansijskim kolumnama tiražnih časopisa bila bi, u prvom slučaju, cijena izražena kroz "neto sadašnju vrijednost" i kasnije "neto sadašnja vrijednost" uvećana za preliminarne servisne troškove.

U Velikoj Britaniji je *normalna distribucija* napravljena jedino od zaradenog dohotka. Kapitalni bonusi i prava emisije su zadržana unutar fonda ili ukoliko je distribuiran iznos doveden u vezu sa ovom distribucijom on ukazuje na dozvoljenu distribuciju. U S.A.D.-a se zaradeni dohodak i kapitalna dobit distribuiraju. U skladu sa redosledom izbjegavanja poreza na kapitalnu dobit i kvalifikovanja kao "regulisane investicione kompanije" investicione kompanije vrše distribuciju kapitalne dobiti. Akcionari mogu dati opciju prihvatanja kapitalne distribucije u dodatnim akcijama.

9.4. Fondovi u ostalim zemljama sa razvijenom industrijom investicionih fondova

Najveći broj zemalja u kojima postoji visok stepen ekonomske efikasnosti imaju veoma razvijena finansijska tržišta. Naročito je impozantan broj finansijskih instrumenata koji se promeću na njima. Kako je finansijska infrastruktura u ovim ekonomijama već odavno uspostavljena to se u poslednjih deceniju usavršavaju proizvodi intermedijarnih institucija kakvi su i fondovi. One institucije disperzijom rizika omogućavaju satisfakciju ulagačima na način što oni svoja slobodna sredstva ulaže na duži rok pri čemu su im obezbijedeni benefiti iz jednog ovakvog ulaganja. Različiti finansijski sistemi imaju različite pristupe ovim fenomenima i svaka zemlja ima svoje specifičnosti. Protokom vremena uvećava se broj instrumenata i institucija koji su učesnici na finansijskom tržištu i njihova interakcijska i veza sa investitorima postaje kompleksnija.

9.4.1. Fondovi u Francuskoj – globalni pristup

Francuski finansijski sistem¹⁵⁷ je tokom poslednje dekade doživio izvanredne promjene. Novi instrumenti, tržišta i regulativna mreža su karakteristični za transformacioni proces. Ovaj razvoj izaziva povratnu vezu sa jasnim promjenama na ponašanje investitora bilo da su individualni ili investicioni. Obaveze po osnovu kolektivnih investicija u transferibilne hartije od vrijednosti bile su zaista dinamičan saučesnik ovih promjena. Njihov početak vezuje se za sedamdesete godine da bi dvije decenije kasnije, ovaj sektor postao najsnažniji u Evropskoj uniji upravljajući aktivom iskazanom hartijama od vrijednosti u iznosu od 48 % ukupnog tržišta.

Finansijsku strukturu u Francuskoj karakteriše osobita težina različitih tipova aktive, tržišta i intermedijalnih institucija koji su kanalisani u investicione fondove.¹⁵⁸ U

¹⁵⁷ Metais J: "Fund and Portfolio Management Institutions", pg.5.

¹⁵⁸ Goldsmith R.: "Financial Structure and Development", pg.47.

slučajevima kada nebankarske strukture – naročito investicioni fondovi – zauzimaju bolju poziciju rastući sa protokom vremena dok tržište bankarskih akcija opada, finansijska struktura se smatra zreloom. Ovaj pristup je naročito značajan za razvoj francuskog finansijskog sistema u ranim 80 – tim godinama. Tokom 60-tih i 70 – tih banke su još dominirale finansiranjem francuske ekonomije. Uvođenjem novih štednih instrumenata i uprkos regulaciji novčan mase kroz kreditna aranžmane inflacija bazirana na “ dužničkoj ekonomiji” nije mogla biti izbjegnuta. Počev od prošle dekade različite inicijative sa dugoročnom štednjom i novim makroekonomskim okruženjem poslije drugog naftnog šoka sa širokim deficitom javnog sektora indukovale su rapidan rast i diverzifikaciju portfolija institucionalnih investitora. Između prostora za kolektivne investicije u transferibilne hartije od vrijednosti i poslova vezanih za životno osiguranje pokazuju se veoma visok stepen efikasnosti, pa za penzione fondove ostaje izuzetno mali prostor.

Fondovi se i u Francuskoj, kao i u ostalim zemljama, dijele u dvije kategorije: (1) Otvoreni fondovi i (2) Zatvoreni fondovi. Otvoreni fondovi su kreirani još 1957 godine ali su počeli sa radom tek 1964 godine kada je uspostavljena kompletna pravna infrastruktura. Prvi fondovi su počeli sa radom 1967 godine kada je bila utvrđena limitirana menadžerska profitno-akcijska profitna šema. Nešto kasnije došlo je do određenih modifikacija uloge fondova koja je ovoj industriji dala nove impulse: (1) Ostvarenje poreskih benefita za domaćinstva koja ulažu u hartije od vrijednosti francuskih kompanija u procentu većem od 60 %; (2) Ulaganje u hartije od vrijednosti sa bliskim rokom dospijeca i varijabilnom kamatnom stopom, kao i njihova kasnija preprodaja. Radi se opcijama i fjučersima koji pomažu brzi razvoj ovog sektora i (3) Stimulisanje uvođenja rizičnog kapitala na francusko tržište ostvaruje se kroz ulaganje najmanje 40 % svoje aktive u hartije nekotiranih kompanija za najmanje 5 godina što im daje povlašćeni poreski tretman. Pored ovoga treba imati u vidu da je najveći broj otvorenih fondova upravljan od strane glavne bankarske mreže i poštanskog štednog sistema. Prvih deset banaka obično kontroliše oko 70% otvorenih fondova dok je koncentracija pet najvećih (Caisse Nationale de Credit Agricole, Caisse des Depots – Poste, Banque Nationale de Paris, Credit Lyonnais i Societe Generale) više nego impresivna jer one drže više od 55 % tržišta hartija. Poseban akcenat čitavom sektoru daju ulaganja na kratak rok kod otvorenih fondova. U ovom slučaju dolazi do izražaja strikna regulacija kamatne stope na štedne i vremenske depozite što omogućava francuskim investitorima i finansijskim intermedijarnim institucijama da odvojeno posmatraju svoju aktivu od obaveza koje smatraju relevantnim. Prilikom analize francuskih fondova kao finansijskih institucija, treba reći da osiguravajuće kuće nijesu sa značajnim potencijalom a penzioni fondovi igraju minornu ulogu. U posljednje vrijeme francuski građani investiraju u različite šeme i instrumente poput personalnog penzionog plana i prinosne akumulacione šeme koji bjeleže značajne stope rasta. Pored njih moderno sredstvo postaju i investicioni fondovi koji ulažu u nekretnine.

Razlozi za uspješnu priču o fondovima u Francuskoj su višedimenzionalni i sa protokom vremena treba svaki pojedinačno posmatrati dajući mu nove attribute. Za ovu vrstu investicionih aranžmana izuzetno je značajna štednja kao ekonomski fenomen koji u protekle dvije decenije u ovoj zemlji poprimio značajan karakter. Prilikom investiranja investitori zahtijevaju širi meni aktive u cilju unapređenja diverzifikacionih mogućnosti. Dati (željeni) realni prinos poslije odbitka poreskih obaveza kombinuje se datim nivoom rizika determinišući proporcije različitih oblika aktive u globalnom portfoliju. Ako se analiziraju dugoročne tendencije proporcije realne aktive (zemlja i imovina), hartija od vrijednosti i likvidnih oblika aktive (gotovina i gotovinski ekvivalenti) daju se uočiti značajana pomjeranja u korist hartija od vrijednosti.

Procesom privatizacije provedenim javnim prodajama akcija javnog sektora od 1987 godina intenzivira se značaj hartija od vrijednosti, naročito akcija i obveznica. Jasna

promjena – počev od ranih osamdesetih – unutar finansijskog bogatstva pomijera proporciju ka dugoročnoj visokoprinosnoj ali istovremeno veoma rizičnoj aktivni koja se u vidu akcija i/ili obveznica nalazi u portfelju otvorenih fondova. Participacija novih finansijskih instrumenata prouzrokovana je: (1) Rastom ukupne vrijednosti imovine domaćinstava koji ulažu u zajedničke fondove; (2) Visoko-pozitivnim dugoročnim kamatnim stopama; (3) Dobrim performansama na Pariskoj berzi izraženim u odgovarajućim indeksima; (4) Ne mali broj francuza investira u fondove prvi put i vjerovatno ima visoke transakcione troškove za upravljanje malim portfoliom; (5) Ogromnim iznosom prenosa dužničkih instrumenata koji se emituju zbog manjka udjela i (6) Finansijskim inovacijama koje kreiraju nove mogućnosti za menadžere fondova poboljšavajući njihovu efikasnost.

Jedinstveno tržište koje obuhvata razvijene zemlje zapadne Evrope oličene u Evropskoj Uniji počelo je sa radom 1989 godine a kompletiralo inostrane razmjenske restrikcije naredne godine nametnulo je pitanje njegove internacionalne konkurencije. Ovo je ključalni razlog zbog koga stranci posežu za širokim evropskim tržištem u čijim fondovima Francuska participira sa oko 48 %, Britanija 15 %, Luksemburg 11 % i Njemačka 10 %. Iznos domaće štednje postaje sve veći i francuski investitori treba da ponude atraktivne investicione proizvode. S toga je veoma važno da fondovi imaju značajnu ulogu na finansijskom tržištu. Dospijanjem ovih veličina dolazi do apsorpcije širokog spektra emitovanih akcija i obveznica i instrumenata tržišta novca. Time se otvaraju ciljevi diverzifikacije i aktivnosti koji prouzrokuju rast likvidnosti sekundarnih tržišta. Oni, takode, stimulišu finansijske inovacije, proces kojim dolazi do uspostavljanja novih finansijskih instrumenata.

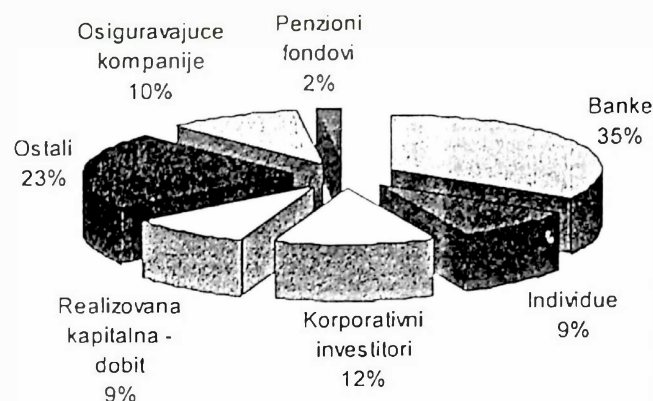
Snage i slabosti francuskih fondova mogu se sumirati u sledećem: (1) Kao i u svakoj industriji veličina domaćeg tržišta ostaje glavna snaga, pa je neophodno uvećati broj postojećih fondova uklanjanjem ograničenja koji se odnose na koncentraciju portfolija; (2) Zatvaranje veza sa bankarskim sistemom koji se pokazuje veoma upotrebljivim. Bankarski sistem obezbeđuje mrežnu distribuciju sa najnižim marginalnim troškovima (knjiženje i menadžerska provizija u Francuskoj su među najnižima u Evropi). Bankarska ponuda širokog rasporeda finansijskih servisa klijentima čini ih značajnom barijerom za inostrane konkurente; (3) Neke izmjene zakonodavstva mogu spriječiti dominaciju bankarskog lobija na polju poslovanja sa fondovima. Javnim listingom na berzi potencijalni investitori bi zaobišli bankarski monopol u nudi akcija fondova; (4) Nova pravila uspostavljena 1989 godine donose blagi poremećaj u konkurenciji francuskih investicionih fondova. Ovim pravilima nije dozvoljena distribucija zarada čime je omogućeno investitorima izbjegavanje poreza dovoljno dugo da ne mogu prodati svoje akcije. Kapitalna dobit je oporeziva po novoj stopi od 17 % jedino kada prodaja prelazi 298.000 francuskih franaka godišnje. Počev od januara 1990 godine investiranje u akcije, takode, daje pravo distribucije zarada koje su jedinstveno oporezive po stopi od 17 %. Ovaj poreski tretman dejstvuje nasuprot atraktivnostima koje postoje u Luksemburgu gdje su Francuske banke registrovale mnoge fondove tokom poslednjih godina; (5) Postojeća regulativa se ograničava na način što fondovi koji su kratkoročnog karaktera imaju obavezu da 30 % svog portfolija ulože u obveznice. Oni, takode, zahtijevaju držanje 90 % svoje aktive u hartijama kojima se trguje na organizovanom tržištu, uključujući razmjenjive instrumente tržišta novca.

Sve ove mjere povećavaju prostor za menadžere fonda koji nude unapređenje prilika za kreiranje novih proizvoda. Ovo može ojačati konkurenciju fondova koji već nude širok rang finansijskih proizvoda u Evropi izuzimajući “kišobran fondove” prihvatljive u Luksemburgu. S toga se zajednički fondovi pojavljuju kao Evropski lideri u zaštićenom

okruženju. Ostaje da se vidi hoće li nedavne racionalizacije ovih struktura i regulativa omogućiti uspješno odolijevanje inostranim izazovima na otvorenom polju.

U posljednjoj deceniji industrija *otvorenih fondova* je pretrpjela značajnu ekspanziju kako u kvalitetu tako i u kvantitetu različitih vrsta proizvoda koji se nude. Francuska formula uspjeha obezbjeđuje široku popularnost privatnim, korporativnim i institucionalnim investitorima sa integralnom investicionom podrškom. Akcijom finansijskih autoriteta pokušavaju se kreirati efikasan sinergetski efekat sa četiri elementa: (1) Kvalitetan profesionalni menadžment; (2) Strogost prema pravilima i kontroli supervizorskih autoriteta, (3) Kvalitet i frekvenciju informacija i (4) Mogućnost odobrenja menadžmenta kojim se odobrava ulaganje u akcije i udjele na određeno vrijeme. Bez nanijere da ukazujemo na benefite koje sa sobom nose ulaganja u zajedničke fondove otvorenog tipa treba ukazati na dominaciju bankarskog sektora koji vertikalnom integracijom promovise, hendluje i distribuira udjele do krajnjih kupaca. Ova tržišna struktura, koja se može pojaviti je faktor koji reducira fleksibilnost industrije otvorenih fondova stvarajući konstruktivnu konkurenciju između klijenata. Široko govoreći ova kategorija investicija ima: (1) Relaksirajuća pravila u sačinjavanju mogućnosti novih kapitalizovanih proizvoda; (2) Esencijalno otvaranje nove ciklične distribucije proizvoda koja je na listingu berze (oko 50 % aktive Evropskih fondova se hendluje sa francuskim strukturama što im omogućava adekvatnu internacionalizaciju) i (3) Tržište obveznica koje je podvrgnuto rastu efikasnosti i transparentnosti što favorizuje francuski finansijski sistem u konkurenciji u kojoj vlada najviši benefit za štediše.

U Francuskoj *zatvoreni zajednički fondovi* mogu biti komparirani sa strukturama kolektivnih investicija u "venče kapital". Rizični kapital se prvenstveno primjenjuje kapitalne investicije visoke tehnologije u "start - up fazi". Rizični kapital postupno produžava "kapitalni razvoj" i uspostavlja granicu kompanija koje nijesu kotirane na berzi. Fondovi rizičnog kapitala involviraju mala i srednja preduzeća koja su u ekspanziji i trpe preokrete u smislu transfera kapitala ka berzi. Glavni razlog zbog koga su pojavili zajednički rizični fondovi kao novi finansijski instrument je to što su menadžeri malih i srednjih preduzeća ponovo otkrili vrline fondova poslije zloupotrebe zaduženosti. Zatvoreni fondovi su po vokaciji tržišni jer finansiraju kapital mnogo malih kompanija koje na svim poljima bjeleže ekonomski rast. Naredni finansijski novitet kreiran je u vrijeme kada su atraktivni investitori krenuli ka novom tipu fondova i prihvatili uspjehe sekundarnog tržišta. Otvaranjem sekundarnog tržišta mali akcionari mladih kompanija stiču mogućnost realizacije svojih ciljeva i interesa. Zajednički rizični kapitalni fondovi postaju kolektivni menadžment instrument za ovu vrstu investicija. Rizični fondovi moraju investirati najmanje 40 % svoje aktive u akcije koje se ne nalaze na listingu berze. Ne postoji limit za distribuciju investicija pa rizični fondovi mogu investirati preko 25% svoje imovine u akcije jednog emitenta. Posmatrajući ciljeve rizičnog fonda kao veoma prirodne investitori su svjesni implicitnog rizika nekotiranih hartija od vrijednosti, pa je stoga regulativa u tom dijelu decidno propisala pravila ponašanja koja se tiču kazni i reklamiranja takvih fondova. Ako se sagledaju izvori novih fondova da se utvrditi da je ona na kao na sledećoj slici:



Slika 9.5. Izvori novih fondova u Francuskoj¹⁵⁹

U poreskom smislu individualni investitori imaju preferencijalna poreski tretman da čuvaju svoje udjele duže od 5 godina i da reinsvestiraju svoj prihod. Kompletno poresko ograničenje kapitalne dobiti i dohotka posjeduje dodatno ograničenje: najmanje 40 % aktive fonda mora biti sve vrijeme u akcijama ili konvertibilnim obveznicama od vremena njihove emisije. Poreska stopa primjenjiva na sve slučajeve je opšta stopa na kapitalnu dobit i iznosi: 17 %. Praktično govoreći rizični fondovi imaju za cilj rad sa individuama čija su ulaganja na period od 7 godina, pri čemu prihvataju osiguranje za dvije godine. Fond je zatim blokiran za ragrađivanje: uvijek, kada udjeli mogu izuzetno doprinositi drugim investorima sem u slučaju molbe za otkup koja može biti prihvaćena. U prvih četiri ili pet godina, fond se sastoji od portfolija hartija nekotiranih kompanija koje imaju zahtjev za preprodajom. U sedmoj godini sva aktiva može biti transferisana u gotovinu.

Rizičnim fondovima upravljaju specijalizovane menadžment kompanije koje su zatvorene u bankarskim grupama. Menadžeri obično upravljaju sa nekoliko fondova. Njihov profit sastoji se od: (1) Procenta za period osiguranja udjela (2 % – 4 %); (2) Godišnja menadžerska provizija (1- 2%) i (3) Procenat rasta vrijednosti u vremenu raspuštanja fonda (10 – 20 %) nazvana "likvidacioni bonus". Vrijednost udjela fonda se kalkuliše najmanje dvaput godišnje. Nekotirana aktiva se veoma često vrednuje po referencama rijetkih transakcija koje bi mogle zauzeti mjesto izvjesnim akcijama. Praktično govoreći, ova procjena je prilično konzervativna i ne teži alternativnoj ocjeni sa ne manjim opravdanjem i visokom izvjesnošću. Fondovski račun se ustanovljava godišnje potkrijepljen supervizijom revizorske kuće koja kontroliše kompletno poslovanje i specijalno ocjenjuje hartije od vrijednosti.

U Francuskoj ovi fondovi postaju dio ekonomskog života koji korespondira sa aktuelnim potrebama francuske ekonomije. Rast ovih investicionih struktura je daleko od klasičnih ograničenja i faktički ide, korak po korak, sa razvojem portfolija pri čemu nestaje jaz između fondova i klasičnih struktura koje sa protokom vremena dobijaju na značaju.

¹⁵⁹ Lewintre J.M.: Closed- end mutual Fund in France, pg.28.

9.4.2. Investicioni fondovi u Njemačkoj – globalni pristup

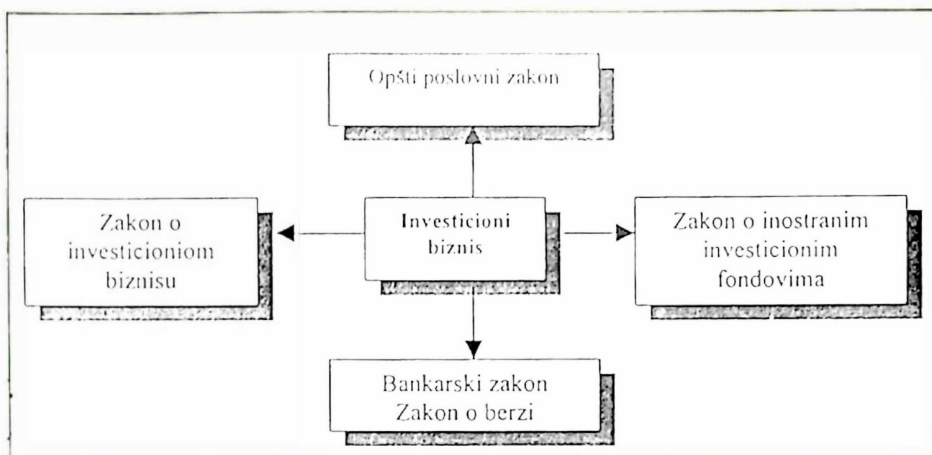
Njemačka definicija investicionog sistema se može smatrati u pravnom smislu poimanja “kovanicom”. Prema zakonu, to je forma kapitalnih investicija pomoću kojih se novac kolektivno investira u korist investitora posredstvom investicionih kompanija privremeno u svoje ime, ali čuvajući ovaj novac pojedinačno u aktivima, hartijama od vrijednosti, tihom partnerstvu ili realnoj imovini u skladu sa principima smanjenja rizika distribuiranjem udjela. Svaki vlasnik udjela može zahtijevati da mu akcije budu isplaćene kao posebni dio aktive.

Kada se sagledava vremenska dimenzija investicionog biznisa u Njemačkoj priča se vraća u 19 vijek. Međutim, tada se nije bilo moguće upravljati ovom vrstom investicija. S toga istorija modernog investicionog biznisa počinje 1949 godine kada je ustanovljena Generalna Njemačka Investiciona Kompanija a naredne godine su ustanovljeni prvi akcijski i obveznički fondovi. Na kraju 1988 bilo je 46 menadžment kompanija sa aktivom koja je iznosila 106. 2 miliona maraka. Gotovinska aktiva privatnih domaćinstava se u ovom periodu kreće od 10 000 DEM do 100.000 DEM. U početku je, u prosjeku, šira imovina naslijeđena na manji broj nasljednika koji su za razliku od svojih roditelja investirali u manji broj novih tipova fondova. To je više nego važan pogled na ulaganja u budućnost između onih kojih zaraduju dohodak i penzionisanih građana čime se obezbjeđuje unaprijed kvalitetnija socijalna sigurnost. Konsekventno se ostvaruje veći životni standard na koji indiciraju ulaganja u investicione tržnice.

Pravni okvir za upravljanje biznisom kada su fondovi u pitanju je ustanovljen opštim zakonom o kreditnom sistemu. Investicione kompanije se, po tom zakonu, nalaze pod ingerencijama bankarskog supervizorskog sistema. Najvažnije uporište u zakonu, pored toga za ovu vrstu ulaganja imaju Zakon o investicionim kompanijama i Zakon o stranim ulaganjima. Oba zakona omogućavaju kvalitetnu zaštitu investitora. Zakon o investicionim kompanijama obavezuje na adekvatan tretman investicija bilo da je riječ o hartijama, holdingu ili realnim nekretninama pri čemu se vodi računa o pojedinačnoj imovini ulagača koja treba da bude realno sačuvana od strane menadžment kompanije. Iz tih razloga svaka menadžment kompanija mora uspostaviti nadzorni odbor koji je dopuna ekspertskom odboru kod otvorenih fondova sa realnom aktivom u cilju procjene imovine. Jedan od uslova za funkcionisanje menadžmenta za pojedinačnu imovinu je da mora ići u susret minimalnim zakonskim zahtjevima koji su prihvatljivi za bankarske nadzorne autoritete i poznati su javnosti.

Na narednom dijagramu dat je pravni okvir za funkcionisanje investicionih kompanija u Njemačkoj:¹⁶⁰

¹⁶⁰ H. von Stein J. : “ Funds and Portfolio Menadžment Institutions in Germany”, pg. 21
258

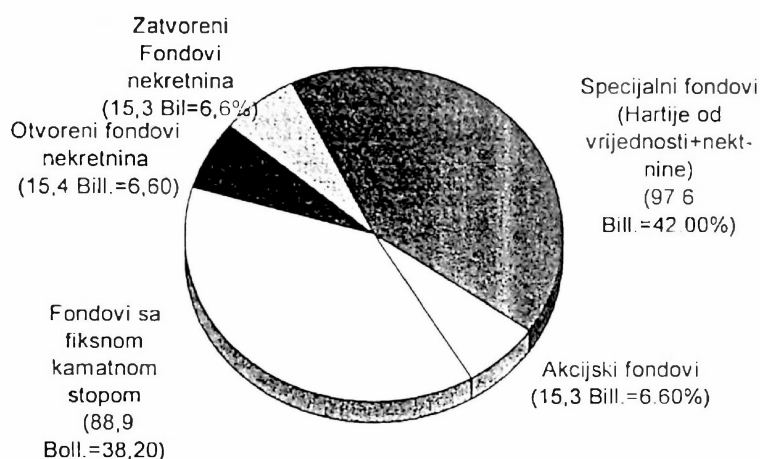


Sl.9.6. Pravni okvir funkcionisanja investicionih fondova u Njemačkoj

Pravnom regulativom propisano je da se izvjesne investicije ograničavaju na ne više od 10% nominalnog kapitala akcionarskih društava koje se nude na prodaju. Pored toga, najstrožije je zabranjeno investiranje više od 5% pojedinačne aktive u udjele drugog investicionog fonda i više od 10% aktive u nekotirane udjele ili obveznice. Takođe se anuitetnim fondovima priznaje ograničeni životni vijek. U njemačkom zakonodavstvu postoje ograničenja koja se odnose na konkretne transakcije poput sledećih: (1) 20% pojedinačne aktive može biti investirano u hartije jednog emitenta; (2) 10% obveznica može biti kupljeno i (3) Prilikom kupovine nekretnina moguće je držati 20% u zemlji na kojoj nijesu izgrađeni objekti. Za specijalne fondove sa veoma uspješnim menadžmentom uvedena je olakšica da ne moraju ulagati u više od 10 kompanija. Početkom 90-tih kritikovana je njemačka investiciona praksa u smislu striktnosti i restriktivnosti. Zato se pristupilo upodobljavanju njemačke zakonske regulative pravilima evropske unije koja prate ovu oblast. Naredna veoma važna komponenta njemačkog investicionog zakona je prodaja inostranih investicionih udjela pod izvjesnim uslovima koji se odnose na: (1) Zaduženost u pogledu informacija; (2) Organizacione zahtjeve vezane za "banku staratelja" i isplatnu banku i (3) Minimalne zahtjeve u pogledu forme i sadržaja prospekta i ugovornih uslova.

U poslednje dvije decenije broj menadžment kompanija u Nemačkoj rapidno raste. Tipično, banke su partneri koji se takođe javljaju u funkciji investitora i kao institucije "banke staratelja". Nebankarske institucije, poput osiguravajućih kompanija, su, takođe, involvirane u ovaj proces. Partneri u najširem smislu "konzorcijumi" su striktno ograničena grupa od 2 do 5 pravnih lica i/ili jedna banka. Takođe, to može biti jedna institucija kontrolisana od osiguravajućeg društva.

Imovinska struktura specijalnih fondova sa oko 80% domaćih investicija prikazuje sasvim drugu investicionu politiku u odnosu na fondove koji se nude javnosti, koji investiraju oko 40% u domaće investicione hartije. Glavni razlog leži u činjenici da investiciona regulativa za osiguravajuće kompanije sprečava njihove inostrane investicije. Specijalni fondovi su u biti njemačkog tržišta akcija. Ova prednost se visoko cijeni kod investicija u hartije, gdje jednu četvrtinu čine akcije a relativno veliki dio tržišta je involviran.



Sl.9.7. Institucionalna struktura fondova

Ovaj oblik investiranja se pojavljuje u dvije forme: (1) Fondovi koji se nude javnosti i (2) Zatvoreni fondovi sa realnom imovinom. Glavni fondovi koji se nude su: (1) Javni akcijski fondovi; (2) Fondovi sa fiksnim kamatama i (3) Otvoreni fondovi sa realnom imovinom.

Fondovi sa fiksnom kamatom su ustanovljeni u Njemačkoj početkom 60 – tih godina. Investitori preferiraju ove investicije zbog niskog nivoa rizika. Tri četvrtine akcija agregatnog iznosa fiksnog kamatonosnog fonda plasira se u fondove na internacionalnoj bazi. Uspješni investitori mogu upravljati zaobilazeći “pristup tržišnim preprekama” (poput minimalne investicione sume) investirajući u atraktivna inostrana finansijska tržišta. Tražnja za udjelima ovih fondova se mijenja zavisno od kamate odnosno od perioda u kome se kamatna stopa fluktuirala od najvišeg do nekog nešto nižeg nivoa. Multiplikaciona ponuda proizvoda prenosi se na klasičan način. To kontinuirano podrazumijeva novi razvoj kao što je na primjer davanje fondovima koji koji investiraju u fiksne kamate sa kratkom valutom. Oni tipuju na štediša koji žele izvjesan rizik na stope i prihvataju niže kamate kao konsekvence.

Akcijski fondovi su se, za razliku od fondova sa fiksnom kamatom, pojavili ranih osamdesetih godina, doživljavajući svoj povratak kao finansijske institucije. Dok su 50-tih i 60-tih oni bili praktično jedine institucije na tržištu kapitala, sada akcijski fondovi nude javnosti oko 12,8 % kapitala. U posljednje vrijeme investicione kompanije rastu nudeći se kao “ specijalizovani fondovi” (ne treba ih miješati sa specijalnim fondovima). Oni svoj fokus stavljaju na izvjesna polja ili zemlje odnosno ekonomije. Permanentno rastući fondovi se fokusiraju na fondove sa inostranim investicija.

Otvoreni fondovi sa realnom imovinom egzistiraju u posljednjih 25 godina ali se vrijeme od 5 posljednjih godina smatra njihovim procvatom u finansijskom smislu. Oni nude likvidne investicije garantovane vrijednosti sa korektnim neto dohotkom i perspektivnim rastom u susret rastućim potrebama. Prospekt ima nekoliko dobrih stvari kao što su: (1) Uzlazna tržišna vrijednost; (2) Prihvatljivi finansijski uslovi; (3) Razlika u prinosima komparirana sa ostalim kapitalnim investicijama je niža i za strance i (4) Investicije u stabilnu valutu sa dobrim dohotkom (4-5% gotovinske distribucije). Problemi sa ovim fondovima se ogledaju u restriktivnoj veličini tržišta u favorizovane investicione regione. Cilj ulaganja je decentralizovana struktura koja nudi dobre ekonomske uslove (kvalifikovanu radnu snagu, infrastrukturu i sl.). U nastavku, fondovi teže razvoju sopstvenih graditeljskih projekata u specijalno interesantnim investicionim poljima. Prema tome, investicioni zakon dozvoljava 20% investiranja u nekretnine koje se nalaze u inostranstvu.

Zatvoreni fondovi koji ulažu u realnu imovinu zauzimaju najmanji dio tržišta. Oni finansiraju specifične izgrađene planove. S toga je njihov udio kapitala limitiran izvjesnim iznosom računa. On je zasnovan na iznosu kapitalnog resursa zahtijevanog tim planom. Ovaj "sertifikovani kapital" bjeleži nešto sporije trendove rasta.

Pojedinačna aktiva holdinga podrazumijeva različite forme investicija poput akcija i tihih partnerstava nekotiranih kompanija. Ova ulaganja imaju karakter političke inicijative za konsolidaciju holdinga u smislu šireg dijela populacije kada je u pitanju kapitalni proizvod.

Štednja podrazumijeva ohrabrujuću fiskalnu politiku. Poreska politika se odnosi na kompaniju, biznis i kapital. Porez na personalni dohodak se primjenjuje kada je kapitalna distribucija u iznosima od 1.200 DEM i 1.600 DEM.

Ova forma investicija je podobna za sitne štediške koji su veoma važna ciljna grupa. Glavni razlozi za ovakav njihov status su sledeći: (1) Širenje rizika bez fragmentacije investicije; (2) Diverzifikacija bez potrebe za specijalizovanim znanjima ili vremenski obazrivim istraživanjem; (3) Investicijama u specijalne sektore na tržištu uprkos informacijama i prilagodljivošću akcija takvim sektorima. U poslednje vrijeme se pojavljuju investicije u komparativno veliki broj investicionih proizvoda. Moderna istorija njemačkih investicija se širi prema investicionim fondovima naročito prema onima koji su akcijskog tipa. Početkom 90-tih promovisane su vladine aktivnosti koje su omogućavale zaposlenima da učestvuju u finansiranju holding kompanija. Od njih se zahtijevala suma koja je maksimalno iznosila 936 DEM namijenjena restrukturiranju holdinga u novim formama (dokapitalizacija) koje se nazivaju "tiho partnerstvo". Ranijih 80-tih se pristupilo mjerama koje vrše disperziju rizika i pokazuju dobre performanse efekata inostranih investicija sa visokim interesom i tekućim profitom kao i komparativno velikim brojem proizvoda. Širok spektar novih instrumenata na tržištu obveznica i njegova internacionalizacija kontinuirano otvaraju svježe teritorije za uspostavljanje obvezničkih fondova zadovoljavajući sve potrebe klijenata, što zahtijeva visoku profesionalnost. To su u stvari "garantni fondovi" koji obećavaju da će se izvršiti ponovno plaćanje investirano kapitala. Pored ovih modela investiranja, pojavljuju se i "ograničeni vrijednosni fondovi" čija se misija ogleda u specifičnom vrijednosnom planu ili specifičnom nivou distribucije, kao i "dospjeli osiguravajući fondovi" koji su namijenjeni realizaciji specifičnih starosnih struktura, penzionih-garantnih šema kroz kombinaciju nižeg rizika, komparativno višeg kursa i više likvidnosti.

Za institucionalne investitore je karakteristično da ulažu u specijalne fondove. U tom aranžamanu svoje mjesto nalaze osiguravajuće kompanije, penzioni fondovi i socijalno osiguravajuće institucije koje bjeleže rastuće trendove koristeći specijalne

fondove u cilju izvršenja obaveza prema penzionerima i onim građanima koji će uskoro biti u toj životnoj fazi.

9.4.3. Investicioni fondovi u Italiji

U Italiji je sektor fondova i portfolio menadžerskih kompanija relativno skorijeg datuma i stoga je tržište esencijalno lišeno značajnijeg uticaja ovih institucija, naročito njihovih visokih stopa rasta. U italijanskoj ekonomiji neke institucije tiho nestaju uz potrebu donošenja ad-hoc zakona koji bi bili kreirani i razvijani posredstvom postojećih institucija uvažavajući primarne potrebe i standarde u ekonomijama slične ekonomske moći. Situacija kreira menadžerske probleme za postojeće institucije zbog koncentracije u njima različitih investicionih sklonosti i vremenskih očekivanja. Ovo proizvodi nestabilnost finansijskog tržišta i pojačava špekulativnu kratkoročnu orijentaciju operatera. Zamjena proizvoda i institucija uspostavlja se u liberalnom inostranom pravnom kontekstu, sa svrhom izbjegavanja poreskih obaveza na povraćaj. Ograničena diverzifikacija institucija u sektoru portfolio menadžmenta i nedostatak investicionih alternativa na tržištu vladinih obveznica su dvije najveće prepreke za operativnu efikasnost institucija i satisfakciju u zadovoljenju vremenskog horizonta rizika i povraćaja na tržištu štediša i likvidnih kompanija. U uslovima proizvodnih inovacija lukavstvo je često prisutno i najtipičnije u slučaju zajedničkih fondova esencijalno poboljšavajući imidž menadžment kompanija i podršku komercijalnoj mreži koja želi da supstituiše uspješne neprofitabilnih proizvoda radije od realnog stupanja na nove tržišne segmente.

Sektor kolektivnih i personalnih portfolio menadžera adresiran na domaćinstva, kompanije i ostale institucije sa likvidnom aktivom, veoma je rijedak u Italiji, ali od kada je registrovan bjeleži veoma visoke i veoma rapidne stope rasta. Izvjesno odlaganje razvoja ovog sektora komparirano sa industrijalizovanim zemljama je očekivano zbog oskudice odgovarajuće regulative i pojedinačnih zakona koji tretiraju zajedničke fondove, pa njihovo uspostavljanje počinje tek od 1983 godine. U prošlosti su inostrani fondovi operisali u Italiji prodajući akcije javnosti ali bez dobijanja dramatičnih rastućih obrazaca. Aktuelni institucionalni i regulatorni aspekt je nesumljivo važan ali je efektivnost u centru inovativnih kreacija finansijskih instrumenata.

Prisutna su ograničenja kako tržišta akcija i tržišta obveznica tako i malog broja kotiranih hartija i ne velikog obrta. Na tržištu su uglavnom prisutni sertifikati Ministarstva finansija dok su ostali tipovi hartija od vrijednosti nepoznati. U prethodnom periodu su monetarna i fiskalna politika bile kompletno različite i kreirale su proces **hiperposredništva** banaka dajući specifičnu težinu kompoziciji portfolija domaćinstava u korist bankarskih depozita. Zbog bankarske dominacije na tržištu i njihove favorizujuće pozicije u procesu kreiranja novih instrumenata prilikom izazivanja potencijalne tražnje banke ostaju u stalnoj tenziji za depozitima.

Širok uticaj na instrumente finansijskog tržišta imale su hartije od vrijednosti čije su emitenti iz Švajcarske i Luksemburga. Situacija se bitno izmijenila u posljednje vrijeme kad raste broj vladinih hartija, pojavljuju se banke kao intermedijarne institucije, prisutna nestalnost kamatnih stopa, potreba za rekapitalizacijom kompanija, pojava institucija na finansijskom tržištu koje su konkurencija bankarskom sistemu i u tom kontekstu mogućnost za kreacijom usluga od strane institucija sa specijalizovanim portfolio menadžmentom. U početku su specijalan tretman imale otvorene kompanije koje su nudile respektibilnu potražnju za svojim proizvodima opskrbljenu "pool"-om ili kolektivnim menadžmentom. Kasnije se pojavila obaveza objavljivanja prospekta koji tretiraju pozitivni propisi za ovu oblast (bankarski zakon i zakon o investicionim trustovima) baziranog na institucionalnom zakonu od 1939 godine. Nadležnosti za superviziju trustova

su bile podijeljene između statičkog (registracija trasta) i dinamičkog dijela (diskrecioni portfolio menadžment) za koji je prihvaćen prospekt jedino od trasta isključujući brokere i ostale finansijske kompanije sa tradicionalno izvršenim servisom. Od strane finansijskih autoriteta je insistirano na kontinuiranoj aktivnosti i izbjegavanju birokratskog žargona u prospektu. Situacija se razvijala daleko od efikasnog modela organizacije i ekspertize uz podjednako loša i nepovezana pravna ograničenja.

Početkom 1990 godine italijansko tržište portfolio menadžmenta karakterisale su kolektivni menadžment ustanovljen od strane menadžmenta otvorenih fondova i individualni menadžment servis oficijelno povjeren poslovnim bankama i trust kompanijama pri čemu u realnosti ove poslove izvode prethodno pomenuti agenti. Rezolucijom iz 1998 godine brokerske kompanije su faktički vraćene u igru korištenem neznatno različitih tehničkih mehanizama ali su učinjene moguće ponude servisa slične portfolio menadžmentu. U Italiji postoji izvjesno tiho odsustvo menadžment kompanija u pojedinačnim zatvorenim zajedničkim fondovima i fondovima sa realnom imovinom, obzirom da penzioni fondovi nijesu specifično regulisani iako dugo egzistiraju sa nekim ograničenjima u saradnji sa bankarskim sektorom.

Fundamentalni koncept predstavlja "traženje javne štednje" koje je definisano ekstremno široko sa izvjesnom javnom ponudom, reklamiranjem objavljenih tendencija ponuđenih informacija i savjetovanja investicione javnosti. Identifikacija želja klijenata i stapanje za dijelom informacija iz prospekta snabdijeva javnost u mjeri kojom su izbjegnute njihove obmane. Finansijski autoriteti definišu standardizovani informativni prospekt za glavne proizvode i pojedinačno za otvorene fondove i diskrecione portfolio menadžmente. Poseban tretman u pravnoj regulativi imaju konflikti interesa koji su fundamentalni problem u kontroli finansijskih tržišta i intermedijarnih institucija. Ovaj konflikt interesa ogleda se u principijelnoj prodaji kupcima hartija emitovanih od menadžment kompanije ili povezanih kompanija, prodaji hartija na sekundarnom tržištu od strane licenciranih brokera ili prodaji odgovarajućih hartija na sekundarnom tržištu koje pripadaju kompanijama čijim se hartijama upravlja od strane menadžment kompanije. U ovim slučajevima je propisana standardna formula koja sadrži eksplicitni pristanak klijenta (pisanu saglasnost) na određenu transakciju.

Tržište kolektivnog i personalnog portfolio menadžmenta tretirano zajedničkim fondovima, bankama i trust kompanijama, bilježi rast ali ne na nivou tržišta u komparativnim ekonomijama Evropske Unije. Ovaj sektor ekstremno koncentrisan u prvih deset zajedničkih fondova upravlja sa oko 70% tržišta a ostalih 45 kompanija dijeli 30 % .¹⁶¹ Takođe u sektoru trust kompanija prvih pet kompanija upravlja sa 66 % tržišta a ostalih 39 dijeli 34% tržišta. Stepem koncentracije teži povećanju protokom vremena, pružajući mogućnost glavnim agentima da ostvare efikasne ekonomske rezultate upravljajući proizvodima i politikom distributivne mreže. U strukturi vlasništva glavnih fondova centralno upravljačko mjesto imaju banke ili trust kompanije koji direktno ili indirektno kontrolišu oko 74% fondova.

Proizvodi koji se nude na ovom segmentu finansijskog tržišta limitirani su pravnim normama jednako kao i ekonomsko – komercijalnim izborom determinisanim gabaritima tržišta. Ograničenja se odnose podjednako na limite u investiranju i fiskalne razloge. S toga je orijentacija ekskluzivna ka domaćinstvima i prema njima dizajniranim proizvodima. Finansijski proizvod je zakonski ograničen na ulaganja u kotirane akcije i obveznice. Procenat investicionih rezervi za nekotirane hartije, ali i specijalno i za ostalu finansijsku aktivu, uključujući komercijalne zapise, bankarske akcepte, certifikate o depozitu i finansijske inovacije doprinoseći širenju italijanskog finansijskog tržišta, ali sa ekstremnim ograničenjima. S toga, ograničen investicioni prostor nameće tržište koje rezultira suštinski

¹⁶¹ Stefano P.: " Funds and Portfolio Management Institutions in Italy, pg. 63

homogenim portfoliom. Faktički, jedinstveni zajednički fondovi se generalno razlikuju na bazi likvidnosti i karakteristika rizika. Usko domaće tržište i relativno mali broj finansijskih instrumenata nameću uspostavljenje investicionih fondova koji su specijalizovani na inostrana tržišta. Za specifične ciljne grupe neke brokerske kuće i finansijske institucije su se specijalizovale za likvidne firme, osiguravajuće kompanije i izvjesne male banke. Sve više su investicije skoncentrisane na akcije i obveznice sa listinga. Svoje mjesto na tržištu gube polako hartije nekotiranih kompanija, realna imovina, finansijski ugovori o kupovini i prodaji ostalih hartija, robe i sl.

Treba imati u vidu da su domaćinstva skoro jedini izvor sredstava za zajedničke fondove i trust menadžment kompanije. Ako se pogledaju podaci koji prate ovu oblast treba reći da domaćinstva ulažu 50% u formi visoko likvidne aktive. Na narednom grafiku vidi se struktura finansijske aktive domaćinstava:

Stavke	Finansijska aktiva porodica			
	1987	1998	1999	%
Mjenica i kovani novac	40,812	44,170	52,700	3.35
Bankarski depozit	360,337	390,842	420,500	26.71
Poštanski depozit	73,405	86,673	100,200	6.37
Trezorske hartije	148,079	189,622	228,400	14.51
Certifikati o depozitu	26,432	39,702	45,900	2.92
Plivajuće stope Vladinih obveznica	160,597	169,993	168,800	10.72
Vladine hartije	50,910	96,864	108,500	6.89
Ostale srednjoročne i dugoročne hartije od vrijednosti	33,285	44,993	42,200	3.13
Akcije Italijanskih zajedničkih fondova	59,454	51,565	49,200	3.13
Akcije i aktive	119,404	138,665	156,400	9.93
Inostrana aktiva	12,528	15,502	23,000	1.46
Ostala finansijska aktiva	135,112	153,192	171,200	10.88
Ukupna aktiva	1,220,355	1,421,783	1,574,000	100.00
Ostala aktiva kojom je diskreciono upravljano od banaka i trust kompanija kontrolisanih od banaka	53,830	52,267	54,253	3.45

Tabela 9.2 Finansijska aktiva porodice¹⁶²

Kao što se vidi sa grafika ulaganja domaćinstava u akcije zajedničkih fondova je 3.13 % i neznatno više, 3.45 % u akcije diskrecionih menadžment usluga. Direktive E(vropske) E(konomske) Z(ajednice) otvaraju mogućnost menadžmentu za likvidnom aktivom kompanija u zajedničkim fondovima i ovo postaje ekstremno interesantno tržište. Izvjesna opreznost autoriteta je neopravdana i ukoliko se posmatra tranzicija bankarskih depozita u menadžment servise što implicira znatne varijacije u finansijskim tokovima i uticaju troškova i povraćaja na banke i kompanije. Ukoliko je stopa rasta sektora fondova i portfolio menadžment kompanija bila veoma visoka, prije izvjesnih kriza, postoje veoma interesantne perspektive tradicionalnih tržišta domaćinstava i manje eksploatisanog tržišta firmi.

Tipični operativni problemi zajedničkih fondova ogledaju se u sledećem: (1) Prva emisija hartija je limitirana zakonom i nesumljiva mogućnost investicione diverzifikacije; (2) Investicije u specijalizovane fondove sa portfolijom skoncentrisanim u hartije od vrijednosti inostranih kompanija; (3) Rizik kursnih razlika zahtijeva specifične vještine i

¹⁶² Isto

eksplicitne menadžment strategije; (4) Koncentracija fondova na globalno tržište radije nego na individualne hartije; (5) Kompleksna i delikatna administrativna procedura podržana od strane menadžmenta fonda podrazumijeva specijalizovan i profesionalan menadžment. (6) Konflikt interesa i ciljeva za koji postoji aplikativna instrukcija koja do kraja nikada ne može da riješi ovaj problem.

Menadžment kompanije svoju aktivnost operativno koncentrišu na tržište domaćinstava ali i tržište hartija od vrijednosti, naročito tržište akcija. To znači da su institucije razočarane satisfakcijom širokih investicionih potreba i sklonosti. Kao konsekvencija investitorima sa veoma širokim vremenskim horizontom, sklonostima riziku, očekivanim zaradama pokazuje se nesposobnost efektivnog segmenta njihove investicione koncentracije na neke institucije. Pojedinačno, investicione kompanije nude proizvode koje karakteriše visok nivo likvidnosti, ograničene performanse očekivanja i u principu, limitirani rizik. Banka Italije istražuje prikaz svojih rezultata koji su blizu investicione granice poput pojedinačnih segmenata dugoročnih investicija u hartije od vrijednosti, realnu aktivu (imovinu) i venče kapital. Da bi ovaj segment finansijskih tržišta i Italiji mogao da računa na veću ekspanziju mora ponuditi veću paletu inoviranih finansijskih instrumenata i skoncentrisati se na efikasnu distributivno-komercijalnu mrežu. Sledeće su konsekvence postojeće tržišne situacije kad su u pitanju zajednički fondovi i trust kompanije: (1) Gubitak interesa klijenata za profesionalni menadžment i njegov portfolio; (2) Postojanje neprenosivih provizija tipičnih za slučaj zajedničkih fondova i diskrecioni menadžment sprečavajući efektivnu cjenovnu politiku i reakciju na promjenljivu tržišnu situaciju; (3) Tipična troškovna struktura hartija intermedijarnih institucija esencijalno je bazirana na fiksnim troškovima, pojedinačnim personalnim troškovima, amortizaciji opreme i specifičnog softvera; (4) Neadekvatna kapitalna osnova kojom se upravlja; (5) Relativno slaba distributivna mreža koja predstavlja objektivnu kočnicu procesa investiranja;

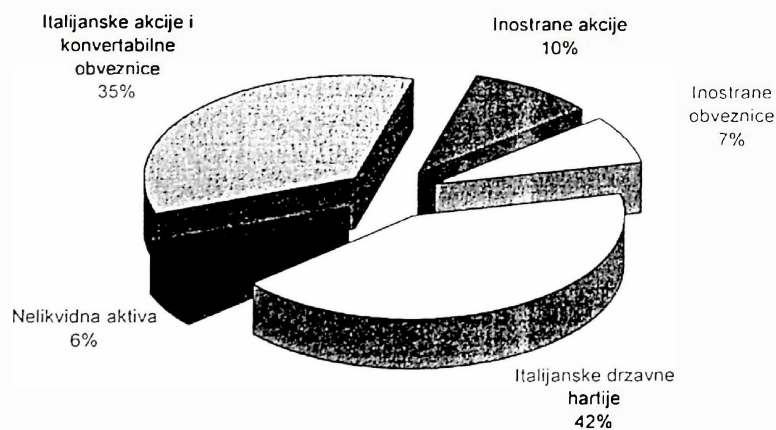
Otvoreni fondovi su bili ustanovljeni u Italiji 1983 ali su počeli sa funkcionisanjem u junu 1984 godine. Prije toga su u Italiji bila prisutna 20-godišnja iskustva luksemburških fondova koji autorizovano prodavali svoje akcije. Otvoreni fondovi su potpadali pod nadležnost Nacionalne komisije za biznis i tržište akcija i mnogo puta je modifikovana zakonska regulativa koja ih je pratila naročito u dijelu provizije kojom se pospješuje štednja i tzv. prodaje hartija "od vrata do vrata". U suštini su velike ingerencije za kontrolu ovih institucija u nadležnosti Ministarstva finansija i nacionalne banke Italije. Veoma važna tačka nove zakonske regulative odnosila se na oporezivanje fondova i njihovih akcionara, što je omogućavalo oslobađanje od poreza na zarade fondova te kapitalnu dobit i periodičnu distribuciju za akcionare.

Broj menadžment kompanija u poslednjoj deceniji rapidno raste pa se može reći da se svake godine pojavi desetak novih menadžment kompanija sa nekoliko desetina novih fondova. Slično se da konstatovati ako se pogleda njihova aktiva, iskup i pretplata:

	Pretplata	Iskup (otkup)	Aktiva
1994	-	-	1,624
1995	16,721	735	19,624
1996	46,327	8,785	65,079
1997	17,572	17,539	59,454
1998	6,229	19,183	51,563
30.06.1999	4,994	10,443	48,118

Tabela 9.3. Aktiva, iskup i preplata italijanskog fonda¹⁶³

Ako se sagleda cjelovito poslovanje otvorenih fondova da se zaključiti sledeće: (1) Fondovi nijesu saučesnici ili glavni igrači na tržištu ali se njihovo poslovanje reflektuje na ponašanje investitora. Oni su stabilizirajući ili bolje reći korektivni faktor na tržištu koji ublažava akutne fenomene. (2) Oni ulaze u italijanski ekonomski sistem kad je on kompletno oporavljen sa tendencijom da kompanije poboljšavaju svoju ekonomsku situaciju i berzansko poslovanje. (3) Konverzione restrikcije i dalje koče italijanske investicije u inostrane hartije od vrijednosti. (4) Italijansko tržište je još uvijek pod uticajem javnog duga koji je faktički značajan uslov štednje domaćinstava i izvor tržišta kapitala kompanija, pa stoga tržište hartija od vrijednosti izaziva istinsko povećanje volumena transakcija obveznica. Na narednoj slici se vidi kompozicija investicija koja je evidentna sa aspekta strukture ulaganja prema finansijskim instrumentima.



Sl.9.8. Kompozicija investicija italijanskih fondova¹⁶⁴

Osnovna karakteristika rasta fondova u Italiji ogleda se u njihovom u činjenici da su oni glavni finansijski operateri koji se javljaju u funkciji promocije svih banaka, osiguravajućih kompanija, finansijskih kompanija i drugih industrijskih struktura i sl. To govori da ne postoji jedinstvena institucija ili kompanija, javna ili privatna, koja nije prisutna u ovom sektoru. Razlozi za ovo su: sektor je u rapidnom rastu, potencijalno je

¹⁶³ Bassegio G.: "Open – end mutual funds in Italy", pg. 149

¹⁶⁴ Isto

veoma profitabilan, podrška je finansijskim strategijama promotora, snabdjeva difuzijom investicije u hartije od vrijednosti, naročito akcije prema javnosti.

Zatvoreni fondovi svoju aktivnost intenziviraju od 4 avgusta 1988 godine kada je Komitet za finansije i budžet Senatu ponudio Konsolidacioni akt kojim su definisane promjene u desetogodišnjoj pravnoj infrastrukturi koja je pratila ovu oblast.¹⁶⁵ Principijelni elementi ovog akta ogledaju se u sledećem: (1) Zatvorenim fondovima moraju upravljati menadžment kompanije sa akcijskim kapitalom ne manjim od 10 biliona lira; (2) Nadležnost nad njihovim aktivnošću imaju Ministarstvo finansija i Nacionalna Banka; (3) Menadžment kompanija može upravljati više od jednim fondom pod uslovom da se poveća cenzus za svaki naredni fond u visini od 5 biliona lira; (4) Glavni menadžer koji je ujedno i administrator sa ovlašćenjem zastupnika može imati direktni kapacitet u kompanijama ili firmama u sektoru industrije, kreditiranja, finansija, osiguranja za jedan ili više perioda na najviše tri godine; (5) Emisija akcija koja se obavlja u sukcesivnim serijama naziva se emisija "za"; (6) Akcije moraju biti nadoknadene individualnim participantima prema likvidacionim kriterijumima po isteku svake jedinstvene serije ali ne prije pete niti poslije 10 godine od datuma zatvaranja pretplate; (7) U nekotirane kompanije moguće je investirati najviše do 30% portfelja i menadžment kompanija mora investirati 5% vlasničkih akcija u svaki fond kojim upravlja; (8) Decidno su propisane vrsta i način informacija koje se nude javnosti; (9) Fiskalni sistem je fokusiran na povraćaj i dividendu kao finalne oblike oporezivanja pa se neto vrijednost fonda kalkuliše kao godišnji prosjek po jedinstvenom porezu po 0.10% do 0.25% primijenjenom zavisno od toga da li je fond skoncentrisao više od 50% akcija ili konvertibilnih obveznica u industrijske kompanije... Obzirim da je praksa otvorila nekoliko dilema u primjeni ove regulative došlo je do njenih izmjena koje su intenzivirale proces ulaganja u zajedničke fondove zatvorenog tipa. To se u prvom redu odnosilo na: (1) Smanjene cenzusa ojačano sa 5% aktive fonda; (2) Podjela finalnog rezultata fonda pri čemu 20% ide menadžment kompaniji a ostatak participantima; (3) Orjentacija poreskih benefita na ulaganja u akcije malih i srednjih preduzeća; (4) Otkup akcija sa slobodom izbora između fiksnog dugoročnog dospijea (10 godina plus 3 godine grejs period) i likvidacionog perioda za akcije koje se kotiraju na vanberzanskom tržištu.

Uspostavljanjem ovakve regulative definisani su fundamentalni elementi koji karakterišu ekonomsko-finansijsku panaromu ove zemlje. Pored toga, veoma je važna komunikacija sa javnošću u smislu potpune informisanosti potencijalnih klijenata, identifikacija kompanija koji su ciljna grupa fonda i preciznih kriterijuma na bazi kojih je moguće napraviti evaluaciju kompanija u portfoliju.

9.5. Fondovi tržišta novca u efikasnim ekonomijama

Fondovi tržišta novca su pojedinačno važni zbog parcijalnih razlika koje ih čine fundamentalno drugačijim od ostalih tipova zajedničkih fondova i njihov račun je u širem smislu investiran u tekuću industriju hartija od vrijednosti. Fondovi tržišta novca su finansijske intermedijarne institucije koje investiraju pool aktive za mnoge akcionare sa diverzifikovanim portfoliom kratkoročnih finansijskih instrumenata. Tipični investicioni instrumenti uključuju komercijalne hartije, sertifikate o depozitu domaćih komercijalnih banaka i trezorske hartije američke vlade.¹⁶⁶ Najveći broj fondova tržišta novca je neopterećen raznovrsnim provizijama o kojima je bilo riječi na prethodnim stranicama ovog rada. Aktuelna stopa povraćaja realizovana od strane akcionara fonda tržišta novca je

¹⁶⁵ Sattin L. F. : "Closed – End Mutual Funds in Italy", pg. 221

¹⁶⁶ Baumol J.W., Goldfeld M.S., Gordon A.L. and Koehn F.M.: "The Economics of Mutual Markets – Competition vs. Regulation", pg. 20

neto prinos ili razlika između ukupnog prihoda fonda i ukupnih troškova kao procenta imovine. Protokom vremena, zavisno od načina kojim je fond vrednovan, njegovi akcionari mogu ali ne moraju realizovati kapitalne dobiti ili gubitke.

Fondovi tržišta novca inicijalno uvode savjetnike i brokere zajedničkog fonda pokušavajući da zadrže investitore. Ovi fondovi podstiču korišćenje promjenljivih karakteristika dozvoljavajući investitorima pomijeranje od jednog tipa investicionog sredstva ka drugom. Njihov fenomenalan rast u poslednjih dvadeset godina potiče iz mogućnosti kreiranja limitirane kamatne stope na depozite banaka i štedionica.

Postoje dva opšta metoda vrednovanja fondova tržišta novca: (1) Amortizovani troškovni metod i (2) Metod "tržišnih znakova". U skladu sa amortizovanim troškovnim metodom vrijednost glavnice se prirodno mijenja u skladu sa promjenama kamatne stope na tržištu. Prije nego što je deklarisan amortizovani troškovni metod učinjen prihvatljivim, fondovi su zahtijevali vrednovanje aktive korišćenjem metoda "tržišnih znakova". Ovaj metod zahtijeva hartije koje će biti vrednovane po njihovoj dnevnoj tržišnoj vrijednosti. Ispod amortizovanih troškovnih vrijednosti, prinos na portfolio zajedničkog fonda tržišta novca se vrednuje pomijeranjem prosjeka prethodnih kamatnih stopa, koje teže da budu više stabilne od tekućih kamatnih stopa.

Obzirom da variranje kamatne stope nema efekata na vrijednost aktive, fondovi tržišta novca su vrednovani amortizovanim troškovnim metodom odražavajući konstantnim vrijednost aktive po akciji. U suprotnom kada se portfolio fonda tržišta novca vrednuje po metodu "tržišnih znakova" akcionari mogu realizovati kapitalnu dobit ili gubitak u nastavku nagomilanih kamata. Postoje tri opšta tipa fondova tržišta novca: (1) Brokersko/dilerski fondovi; (2) Opšti svrsishodni (namjenski) fondovi i (3) Institucionalni fondovi. Glavna razlika između prve dvije vrste fondova leži u načinu na koji distribuiraju akcije. U slučaju brokerskog / dilerskog fonda, jemci distribuiraju fondove akcije kroz hartije firmi i njihovih brokera. Brokери u suštini diluju hartije direktno javnosti. Hartije opštih namjenskih fondova se, s druge strane, kupuju direktno od fonda. Ovi fondovi nude svoje akcije investitorima putem e-maila, telefona, bankarskog teleksa ili ako su u mogućnosti poredstvom svoje maloprodajne mreže. Individue konstituišu glavninu investitora kod brokersko – dilerskih i opšte svrsishodnih fondova.

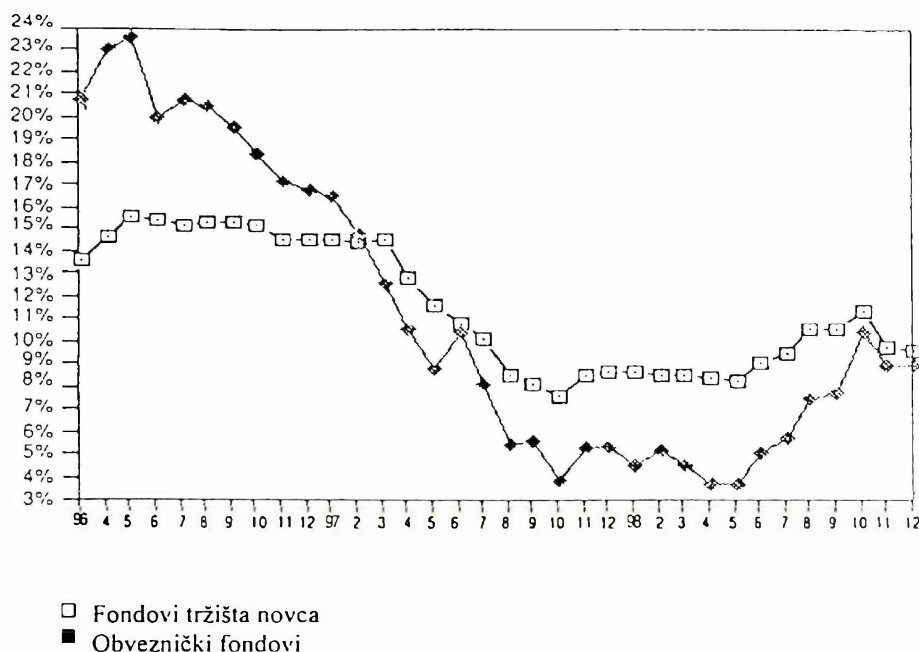
Institucionalni fondovi su specijalizovani u servisiranju poslovnih i bankarskih holdinga i njihovih organizacionih cjelina. Ove fondove tipično karakteriše nekoliko investitora u visokom iznosu računa u odnosu na njihovu maloprodajnu mrežu.

Kada su ostale ekonomije u pitanju treba istaći Francusku koja je od septembra 1981 godine modifikovala kriterije za kratkoročne bankarske depozite i ostvarila fenomenalan razvoj kratkoročnih kolektivnih investicija u transferibilne hartije o vrijednosti.¹⁶⁷ Fleksibilnost, prinos i likvidnost kratkočnih transveribilnih hartija od vrijednosti čini ih rapidno atraktivnom alternativom na tržištu novca za sve kategorije investitora: individualne štediške, korporacije i institucionalne investitore koji participiraju u prosjeku u zadnjoj deceniji sa 44,9%, 33,1% i 16.7% respektivno. Postoje tri kategorije ovih hartija zavisno od vrste rizika i rokova dospijeca: (1) Osjetljive (senzitivne) hartije od vrijednosti - svoju osjetljivost ispoljavaju u likvidacionoj vrijednosti fluktuacije kamatne stope. One podrazumijevaju investiranje u nepokrivenu aktivu sa implicitnim rizikom. S toga je mogućnost za ostvarenje gubitka realna ali je i potencijalna kapitalna dobit veća nego kod ostale dvije kategorije; (2) Regularne kratkoročne transveribilne hartije od vrijednosti daju prioritet ocjeni likvidne vrijednosti. Njihova aktiva je esencijalno konstituisana od : obveznica sa fiksnom kamatnom stopom i dospijecem, obveznica sa promjenljivom stopom, obveznica sa aranžmanom o rekupovini (otkupu) i trezorskih obveznica. Njihov rok dospijeca je od tri mjeseca do tri godine ali je faktički i nešto kraći;

¹⁶⁷ Lohunsen – Jordis A.: "Money Market in France", pg. 297

(3) Monetarne kratkoročne tranveribilne hartije posjeduju specifične ciljeve ponude prinosa oličene u stopi tržišta novca. Mogućnost gubitka prinosa je minimalna pa je investitor maksimalno zaštićen. Ovi fondovi permanentno više od 75% svoje aktive ulažu u monetarne instrumente poput ugovora o recokupu, trezorskih obveznica, instrumenata tržišta novca i hipotekarnih certifikata. Rok dospijeća je od nekoliko dana do tri mjeseca. U posljednjoj deceniji ovaj tip investicija obezbjeđuje adekvatan prinos i sugurnost svojim investitorima. Relativno jednostavan proizvod, izvjesne fiskalne prednosti za privatne investitore, diverzifikacija rizika i relativno niski troškovi menadžmenta razlozi su zbog kojih ovi fondovi doživljavaju rapidan rast u posljednje vrijeme.

Italijanski fondovi tržišta novca nemaju reputaciju fondova iz ostalih zemalja zapadne Evrope. Moglo bi se reći da postoji tržište sastavljeno od različitog ranga instrumenata i emisija koja nijesu objektivno na nivou finansijskog proizvoda ekonomije u kojoj se javljaju. Postoji relativno siromašno tržište obvezničkih fondova (obveznica i sličnih instrumenata) koji se po klasifikaciji definiše kao tržište novca ali sa različitim tokovima investicija i u nekim slučajevima komisionim uslovima. Treba imati u vidu da se ovi fondovi mogu podijeliti prema svojim karakteristikama na one koji se oslanjaju na osiguravajući plan dizajniran dugoročnom menadžment štednjom i fondove koji slove kao "monetarni" reprezentujući minoran broj italijanskih investicionih fondova. Italijanske štediške obično investiraju u bankarske depozite i vladine hartije od vrijednosti ili ostale obveznice. Fondovi tržišta novca uz modifikovanu menadžersku proviziju obezbjeđuju bolji prinos u odnosu na onaj koji nude vladine hartije od vrijednosti. Konsekventno je doprinos marginalnim monetarnim fondovima, za menadžment kompanije, niži nego za ostale tipove fondova. Ovome treba dodati rigidnu legalnu obavezu menadžment kompanije u dodatnom kapitalu u iznos od 1 bilion lira za svaki novi fond. Prilikom tretiranja ovih fenomena treba imati u vidu položaj dostavne mreže. Naročito se to odnosi na mrežu finansijskih savjetnika koji svojim poslovanjem ne djeluju stimulatивно na funkcionisanje tržišta novca. Dodatni problem za brži rast i razvoj fondova tržišta novca predstavlja činjenica da italijanske štediške ne posjeduju znanja za ovaj vid ulaganja pa izuzetno sporo prihvataju novi investicioni instrumentarij. Prilikom analize performansi treba pristupiti posmatranju analize stepena rizika. Stepenn rizika je manji kod fondova tržišta novca nego kod miksovanih obvezničkih fondova.



Sl.9.9. Performanse po mjesecima fondova¹⁶⁸

Grafik komparira mjesečno analizirane performanse dva tipa fondova. Godišnji prinos fondova tržišta novca oscilira između maksimalnih 16% i minimalnih 7%, dok su fluktuacije ranga obvezničkih fondova bile 20 procentnih poena, između maksimalnih 23% i minimalnih 3%. Protokom vremena fondovi tržišta novca sa agresivnim performansama će zahtijevati nove klijente. Štediške, koje su sada koncentrisane na trezorske hartije, se mogu veoma brzo orijentisati ka fondovima tržišta novca koji imaju pozitivne komparativne performanse, niže prosječne troškove i prednost u širem rangu investicija.

U Velikoj Britaniji najmanje 80%¹⁶⁹ aktive trustova je investirano ili u bankarske depozite ili u kratkoročne hartije holdinga sa fiksnim kamatama. Kod gotovinskih unit trustova ne postoji kapitalni rast. Njihova funkcija omogućava običnim investitorima da ostvare pristup kamatnoj stopi sa tržišta novca koja je obično raspoloživo jedino za velike institucije. Gotovinski trustovi stoga predstavljaju alternativu bankama ili građenju socijalnog štednog računa i mogu biti upotrijebljeni za investiranje u "starački dom" za investitore koji čekaju na povratak na tržište hartija prije plasmana novca u akcije.

9.6. Fondovi u tranzitornim ekonomijama – uporedna analiza (Češka, Slovenija i Poljska)

Savremena teorija i empirija ukazuju na to da je relativno jednostavnije konceptijski uobličiti model tranzicije za jednu zemlju, nego rješavati konkretne probleme u prelazu iz centralno-planskog u tržišni način privređivanja. Balast prošlosti opsjeda i

¹⁶⁸ Taranto F.: "Money Market Funds in Italy", pg. 145

¹⁶⁹ Slaughter J.: "Guide to Investment Trusts and Unit Trust", pg. 52

pritiska postsocijalističke zemlje i njega se moraju oslobadati. Opšti je zaključak da univerzalnog i na sve ekonomije primjenljivog metoda privatizacije jednostavno nema, pa su sve ove zemlje osuđene na traganje za uspješnim modelom. Na osnovu dosadašnjih iskustava, preovladalo je opredjeljenje da je jedini način da se državni (društveni) kapital ne proda u bescijenje da se izvrši njegova besplatna podjela putem investicionih (privatizacionih) kupona (vaučera). No i pored toga, sam proces se odvijao iterativnom procedurom pri čemu su restiticioni programi tj. privatizacija manjih i djelova velikih preduzeća, dominirali u prvoj fazi da bi, potom, bila najčešće upražnjavana vaučerska privatizacija.

U gotovo svim zemljama postsocijalističkog svijeta esencijalno mjesto u samom procesu privatizacije imaju investicioni fondovi koji su od kreatora procesa pravljani po uzoru na povjerilačke, otvorene ili mutual fondove u razvijenim tržišnim ekonomijama. Fondovi ovog tipa nijesu nastali uplatom efektivnog novca kako se to uobičajava, već je najveći broj njih nastao zahvaljujući modelu privatizacije koji je primjenom načela pravednosti omogućio svim građanima da dođu do idealnog dijela kapitala. Ova specifičnost ih čini bitno različitim od institucija na koje se privremeno prenosi dio kapitala preduzeća u svojinskoj transformaciji u tranzitornim ekonomijama, na jednoj i institucionalnih investitora u tržišno orijentisanim ekonomijama, na drugoj strani. Smisao funkcionisanja ovih fondova baziran je akumuliranju odgovarajućeg portfelja akcija koje su prethodno konvertovane za određenu količinu privatizacionih kupona (vaučera). Možda na ovom mjestu treba istaći da vaučer predstavlja materijalizovano vlasničko pravo.¹⁷⁰ Oni se javljaju kao veliki spoljašnji institucionalni akcionari i od njih se očekuje da imaju aktivnu ulogu u procesu upravljanja kompanijom. Njihovo dosadašnje poslovanje karakterišu: (1) Uspješnost u kontroli preduzeća čiji su vlasnici u pogledu unapređenja performansi i profitabilnosti ovih preduzeća i (2) Direktna povezanost uspješnosti investicionih fondova u kreiranju zakonske regulative koja stimulise fondove da uzimaju aktivno učešće u razvoju ekonomije i spriječi njihovo neželjeno i štetno djelovanje.¹⁷¹ Vjerovatno bi adekvatan naziv ovih fondova u zemljama u tranziciji bio privatizacioni investicioni fondovi i on će biti korišćen u nastavku rada.

Ako se analizira tip osnivača prilikom osnivanja investicionih fondova da se zaključiti da postoje dvije vrste:

1. Fondovi koji su osnovani od strane privatnih kompanija i institucija domaćim ili ino kapitalom (Češka, Rusija, Slovačka, Slovenija);
2. Fondovi koji su osnovani i posluju pod velikim uticajem države (najizrazitiji primjer je Poljska, mada je to radeno u još nekim zemljama bivšeg Sovjetskog Saveza).

U pojedinim zemljama se "vaučerska privatizacija" odvijala na aukcionim prodajama koje su mogle biti: (1) Centralizovane aukcije - na kojima se istovremeno prodaju akcije više preduzeća i (2) Pojedinačne aukcije - kada se postupa od slučaja do slučaja, pri čemu se prodaje jedno po jedno preduzeće. U strukturi vlasništva privatnih investicionih fondova dominiraju banke, osiguravajuće kompanije i privatni investitori, bez obzira da li su iz zemlje u kojoj se odvija privatizacija ili van nje. U Sloveniji, banke i osiguravajuće asocijacije pokrivaju 62% kapitala, dok ostatak otpada na privatne kompanije. Kada je češka vaučerska privatizacija u pitanju, privatizacione investicione fondove su mogle osnovati menadžerske kompanije sa najmanjom vrijednošću od 33 000 dolara po jednom fondu. U njihov strukturi banke participiraju sa 35% u prvom talasu dok je drugom njihovo učešće opalo na 24 %.

Tehnologija dolaska kapitala u posjed fondova je sledeća. Građani u skladu sa pozitivnim pravnim propisima ostvaruju svoje pravo na privatizacione kupone određenog

¹⁷⁰ Lajović D.: "Privatizacija i preduzetništvo", str. 161

¹⁷¹ Anderson R.: "Voucher Funds in Transitional Economies", str. 34

iznosa. U Češkoj je masovna privatizacija izvedena kroz sledeće moguće metode privatizacije: (1) Transformacija u akcionarska društva i dalji prenos akcija; (2) Direktna prodaja predodređenim kupcima; (3) Javna aukcija ili javni tender; (4) Transfer na lokalnu upravu i (5) Prenos na društveno obezbeđenje, zdravstveno osiguranje i druge javne dobrotvorne institucije. Pri tome, treba imati u vidu da je privatizacija svakog preduzeća bazirana na osnovu oficijelno prihvaćenog projekta privatizacije.¹⁷² Fondovi na aukcijama nude privatizacione kupone, pri čemu se na strani tražnje javljaju investicioni fondovi i tu se vrši konverzija jednih za druge. Potom, privatizacioni fondovi postaju vlasnici odgovarajućeg portfelja akcija privatizovanih preduzeća. Postoje zakonske barijere prilikom sticanja akcija kompanija namijenjenih vaučerskoj privatizaciji. U Češkoj je to iznos od 10 % svojih prava oličenih u vaučerima u jednu kompaniju pri čemu ni jedna osnivač ne može dobiti više od jedne petine preduzeća privatizovanog u procesu vaučerske privatizacije. Time se formira nova struktura vlasništva u kojoj su vlasnici akcija fondova građani, a akcije preduzeća su u vlasništvu fondova koji su ih obezbijedili na aukcijama.

Načela poslovanja, organizacija i princip funkcionisanja privatizacionih investicionih fondova različito su regulisani u zakonodavstvima raznih zemalja. Fondovi mogu biti osnovani posebnim ugovorom osnivača, ali se u principu osnivaju po korporativnim pravilima koji ponekad uključuju specijalna prava i obaveze.

Kada se država pojavljuje u ulozi osnivača fondova onda ona propisuje posebna pravila za njihovo organizovanje i poslovanje. Na taj način patronat države ostaje stalno prisutan u sledećim fazama njihovog funkcionisanja, tim prije što su vladini predstavnici najčešće i članovi upravnih i nadzornih odbora ovih fondova i time su pod njenom apsolutnom kontrolom. Korporativno organizovan fond podrazumijeva upravni i nadzorni odbor kao i skupštinu akcionara, koji su izvršili konverziju sopstvenih vaučera za akcije fonda.

Početna sredstva za rad i funkcionisanje fonda obezbeđuju domaća ili ino pravna ili fizička lica, koja kao prelazno rešenje formiraju menadžment kompaniju. Ova kompanija gubi svoj smisao i funkciju činom konverzije vaučera za akcije, kada se fond konstituiše u pravom smislu te riječi. Treba imati u vidu da je u periodu od 1993 godine bili kreirano 1993 kompanije od čega je 93.6% participiralo u procesu masovne privatizacije. Uvažavajući privatizacioni metod koji je korišćen naredne tabela prikazuje participaciju modela ukupnoj strukturi preduzeća:

Korišćeni privatizacioni metod	Vrijednosti
Transformacija u akcionarske kompanije (najveći broj je uključen u vaučersku privatizaciju)	86.5%
Direktna prodaja	5.3%
Transfer aktive	3.4%
Javni tender	2.2%
Javna aukcija	0.7%

Tabela 9.4. Struktura korišćenog privatizacionog modela¹⁷³

¹⁷² Kotrba J., Kočenda E. and Hanousek J.: "The Governance of Privatization Funds in the Czech Republic", pg. 10

¹⁷³ Privatization international yearbook iz 1999 godine, pg.46.

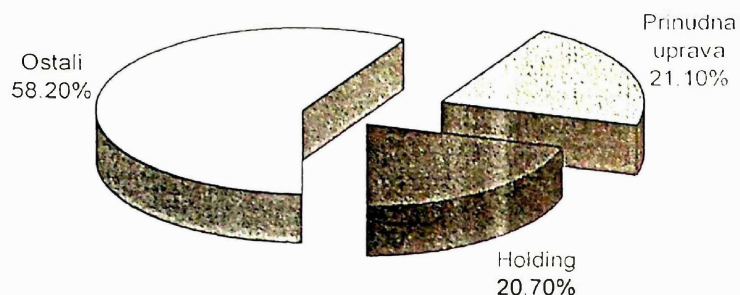
U Češkoj je najveću količinu akcija preduzeća otkupio investicioni fond koga je kreirala Češka Statni Sporitelna uzimajući 15.5 % tržišta akcija. Drugi po veličini osnivač fonda zauzima 11.6 % tržišta akcija koji su podijeljeni na 11 fondova. Uvažavajući prethodno treba reći da pet najvećih osnivača drže više od jedne polovine vaučerske šeme tržišta.

Za očekivati je bilo da glavni izvori prihoda fondova u početnoj etapi budu dividende koje plaćaju kompanije čije akcije su sadržane u portfelju. Međutim, u stvarnosti nije tako. Naime, iskustva pokazuju da akcije privatizovanih preduzeća u početnim godinama ne odbacuju značajniju dividendu koja nije dovoljna ni za pokriće tekućih troškova fonda. Zato najčešće fondovi pribjegavaju prodajama akcija preduzeća iz svog portfelja na tržištu kapitala. Oni ove svoje prihode upotrebljavaju za: (1) Isplatu dividende akcionarima fonda; (2) Pokrivanje tekućih troškova poslovanja fonda i (3) Kupovinu akcija u cilju izmjene portfelja fonda uz mogućnost kupovine novih akcija već postojećih preduzeća ili kupovine akcija preduzeća koje fond nema u svom portfelju.

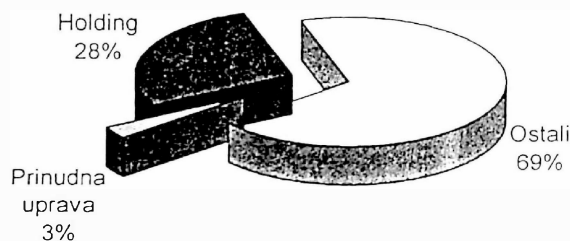
Vlasnici vaučera dobijaju minimalni proporcionalni udio u vlasništvu diverzifikovanih portfelja. Treba imati u vidu da se akcije preduzeća u portfelju fonda različito ponašaju što se tiče fluktuacije vrijednosti tokom poslovne godine. Na drugoj strani, pojedinačni investitori imaju manji rizik kupujući akcije fonda nego da obezbijede akcije neke od privatizovanih kompanija. Kompozicija portfelja fonda je takvog karaktera da na duže staze izravna periodične fluktuacije cijena akcija pojedinih kompanija. Motivi da građani konvertuju svoje vaučere za akcije fondova sadržan je u činjenici da eksperti za hartije od vrijednosti i menadžeri fondova raspolažu informacijama i prognozama o budućem kretanju akcija koje se u znatnom broju nude na tržištu. Ova argumentacija dobija na težini kada se imaju u vidu računovodstvene procjene imovine preduzeća koje su u najvećem broju slučajeva bile različite od realne tržišne vrijednosti (nerealno uvećane).

Građani su i u Češkoj i Sloveniji iskazivali visok stepen povjerenja u privatizacione investicione fondove čiji su osnivač bile poslovne banke. Zbog neposjedovanja elementarnih podataka o preduzeću i nemogućnosti predviđanja budućih kretanja parametara preduzeća individualni vlasnici vaučera su imali neograničeno povjerenje u banke koje su imale "skenerski snimak" svakog od preduzeća pojedinačno. Bilo je pojava da fondovi kupuju akcije atraktivnih preduzeća na aukcijama kada su one dostizale mnogo veću cijenu od početne (knjigovodstvena vrijednost). Velika količina vaučera na jednoj i mala ponuda akcija moćnih preduzeća, s druge strane, uslovili su da cijene akcija nekih preduzeća budu iznad objektivno realne vrijednosti. S druge strane, slaba kupovna moć pojedinačnih investitora i njihova objektivna nemogućnost da izvrše diverzifikaciju sopstvenog portfelja na više od dvije kompanije, bile su uzrok zbog koga su velike korporacije bile predmet pažnje i interesovanja koji su im povećanom tražnjom podizali cijene.

Zbog problema u funkcionisanju jednog broja privatizacionih fondova i njihovog »finansijskog podkopavanja« (izvlačenje kapitala privatizovanih kompanija putem različitih kanala uz najčešće tihi saglasnost fonda) u Češkoj se prišlo njihovom prinudnom administriranju i to pet fondova u prvom krugu i deset fondova u drugom krugu što je predstavljalo nešto više od jedne petine tržišta akcija. S toga je donesena regulativa koja je omogućavala transformaciju privatizacionih fondova u skladu sa pravnom regulativom. Slika pokazuje da je 28% privatizacionih investicionih fondova transformisano u holding kompanije da je 3% bilo izloženo prinudnom administriranju. Ostatak fondova je transformisan u različite strukture ili još uvijek nije transformisan. Drugi talas donio je 21.10% fondova transformisanih u holding kompanije a da je skoro identičan broj stavljen pod režim prinudne administracije.



Sl.9.10. Transformacija privatizacionog fonda - prvi talas



Sl.9.11. Transformacija privatizacionog fonda - drugi talas¹⁷⁴

Prilikom jedne ovakve analize treba imati u vidu položaj fondova podijeljenih na, uslovno rečeno, male i velike privatizacione investicione fondove. Dok mali fondovi imaju strategiju koncentracije vlasništva u investicionoj politici (pasivna tržišna strategija) dotle preovlađujuća politika velikih fondova leži u koncentraciji njihovih akcija u određene kompanije. Prilikom definisanja preovlađujućih ciljeva i kod jednih i kod drugih fondova dominiraju: (1) Maksimizacija vrijednosti kroz aktivnu trgovinu portfolija i optimizaciju; (2) Maksimizaciju profita kroz sticanje kapitala; (3) Maksimizacija vrijednosti putem restrukturiranja i (4) Maksimizacija vrijednosti kroz aktivnu superviziju kompanija.

Prednost privatizacionih investicionih fondova ogleda se i u mogućnosti prodaje kontrolnog paketa akcija inostranim investitorima koji ne pokazuju interesovanje za drugačiji aranžman. Poznato je da je u zemljama u tranziciji kod jedne kategorije stanovništva permanentno prisutan strah od inostranog kapitala, koji je ne samo poželjan

¹⁷⁴ Simoneti M., Estrin S., Bohm A.: "The Governance of Privatization Funds", pg.31.

već nužan i neminovan jer u principu domaćeg ili uopšte nema ili ga ima u izuzetno ograničenoj količini. Da transakcije između domaćih kompanija i inostranih investitora ne bi bile obavijene orcolom aferi i korupcija, poželjno je da se kupoprodaje odvijaju na tržištu kapitala (berzi ili vanberzi). Time se eliminišu mogućnosti za prigovore da se kompanije prodaju neposrednom pogodbom i postiže se realnija cijena. Poznato je da je prilikom privatizacije u Mađarskoj jedan broj čak i strateški važnih kompanija prodat neposrednom pogodbom što je bilo predmet osporavanja od strane protivnika privatizacije. Na taj način dolazi do izražaja uspjeh fondova u prodaji kontrolnog paketa jer u većini slučajeva oni ostvaruju veću cijenu prodatih akcija na tržištu kapitala od cijena ostvarivih neposrednom pogodbom. Da bi se stekao bolji uvid u do sada učinjeno na ovom planu u Češkoj vjerovatno treba sa pažnjom sagledati sledeći back ground :

"Osnovani u cilju stvaranja koncentracije vlasništva, kao dijela vaučerske privatizacije:

- ⇒ Nakon aprila 1992. godine, raste broj menadžment kompanija (200) koje upravljaju sa oko 600 fondova:
 - Slaba kolektivna uprava: menadžment kompanije (u nekim slučajevima banke) stvaraju dobitke putem insajder poslova i prevara umjesto honorara u iznosu od 2% od nove vrijednosti imovine svakog fonda (po zakonu);
 - Investicioni fondovi su sakupljali vaučere sa vrijednošću akcija u iznosu od 12% od GDP-a
 - Investicioni privatizacioni fondovi (IPF) (zatvoreni) sakupljali su 80% vaučera, zatvoreni zajednički fondovi 12% i otvoreni zajednički fondovi 12%.
- ⇒ Zakon o investicionim fondovima (iz jula 1996.) poboljšao je članove u vezi odavanja, i propisao je strožija pravila u vezi pretvaranja fondova u holding kompanije u cilju izbjegavanja zakonske kontrole:
 - 77 fondova pretvoreno je u holding kompanije prije nego što je pomenuti Zakon stupio na snagu (odnosno 131 fond do 1998.), predstavljajući 25% ukupne aktive investicionog fonda (3% GDP-a); prevara je nastavljena, trgovina njihovim akcijama zaustavljena, a njihove cijene su pale.
- ⇒ Trenutna situacija: 112 menadžment kompanija, 105 IPF-a, 86 fondova sa zatvorenim jedinicama, 145 fondova sa otvorenim jedinicama:
 - Visoke diskontne stope za akcije fondova: 67% preko neto vrijednosti aktive za IPF-e i 78% za zatvorene fondove.
- ⇒ Nove izmjene Zakona o investicionim fondovima (iz jula 1998.): obavezno otvaranje svih postojećih fondova (do kraja 2002.):
 - Dozvoljeno je zadržati 11% imovine kompanije (smanjeno sa 20%);
 - Dozvoljeno ulaganje u nekretnine;
 - Stvaranje nezavisne Komisije za hartije od vrijednosti pod nadležnošću fondova"¹⁷⁵.

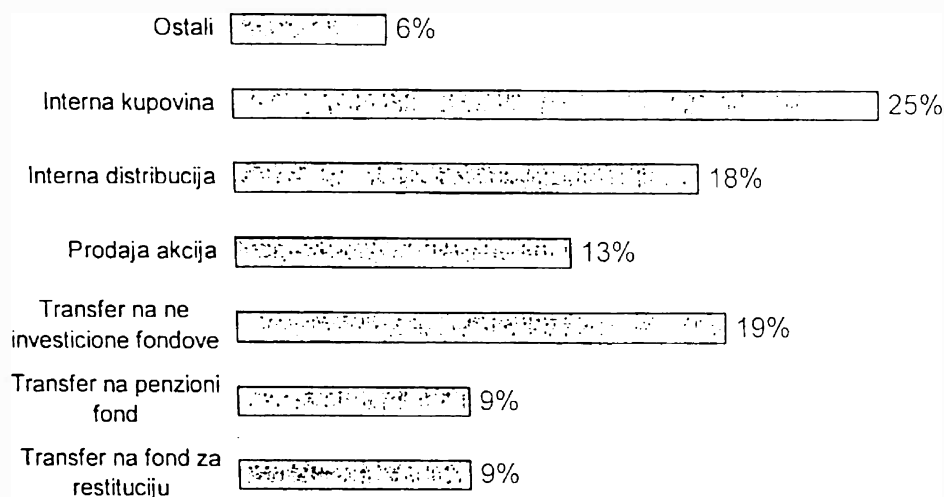
Treba dodati da je posljednje dvije godine došlo do radikalnih zahvata kojim se vrši otvaranje privatizacionih investicionih fondova u cilju intenziviranja razvoja tržišta kapitala i povećanja efikasnosti upravljanja kompanijama. Regulativa je takvog karaktera da se formiraju otvoreni, zatvoreni i venture kapital fondovi.

Pored Češke, koja je u najkraćem roku najdalje odmakla u privatizaciji zahvaljujući slobodno formiranim investicionim fondovima i Rusiji u kojoj nije uspio koncept brojnih privatizacionih investicionih fondova koji su bankrotirali, veoma je ilustrativan primjer Slovenije koja je, takode, primijenila model vaučera i privatizacionih investicionih fondova. Kao što je poznato Slovenija je primijenila kombinaciju metoda slobodne raspodjele i komercijalne privatizacije. Nakon transfera dijela kapitala preduzeća na Fond

¹⁷⁵ Word bank country study, pg.126

za razvoj Slovenije, on je u narednoj iteraciji transferisao dio svog portfelja investicionim fondovima. Treba imati u vidu, da je svaka kompanija bila obavezna pripremiti program transformacije koji je sadržao organizaciono i finansijsko restrukturiranje prije same privatizacije, kao i metod ili kombinaciju metoda transformacije i tehniku privatizacije koja će biti korišćena.

Nakon prihvatanja programa od strane Agencije za privatizaciju i restrukturiranje vrijednost kapitala je transferisana po sledećim metodama koje su u skladu sa slovenačkim programom privatizacije:¹⁷⁶



SI.9.12. Metodi distribucije društvene svojine u Sloveniji

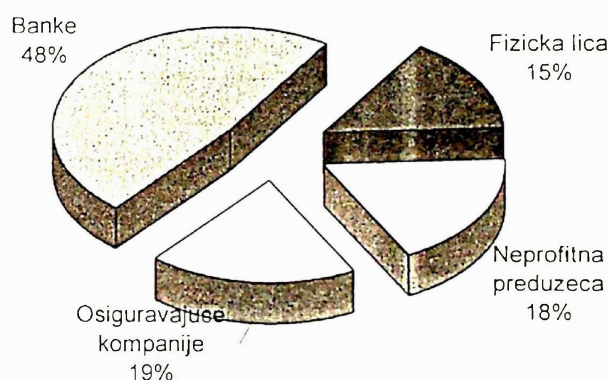
Poštujući načelo pravednosti u procesu privatizacije građani Slovenije su postali vlasnici vaučera vrijednosti između 4000 i 6400 DEM zavisno od starosne dobi. Vaučeri su mogli biti korišćeni za: internu raspodjelu, prekomjerni vaučeri za unutrašnju raspodjelu su korišćeni za internu kupovinu, javnu ponudu akcija i specijalizovane privatizacione fondove¹⁷⁷.

Privatizacioni investicioni fondovi su investicioni fondovi koji su akumulirali investicione kupone od građana i namjerni su kupovati akcije od Fonda za razvoj. Privatizacioni investicioni fondovi imaju značajnu ulogu posrednika između individualnih vlasnika vaučera i kompanija transformisanih po zakonu o privatizaciji. Fond za razvoj Slovenije ima u svom portfelju 20% akcija transformisanih preduzeća bez obzira na metode i tehnike privatizacije. Rezervisane akcije Fonda se nude autorizovanim privatizacionim investicionim fondovima na specijalnim aukcijama. U sam proces masovne privatizacije su uključene 1.597 kompanije. Privatizacioni investicioni fondovi obezbjeđuju pored finansijske garancije, privatizacione programe, članove asocijacije i ostale informacije relevantne za utvrđivanje sopstvene politike cijena akcija. Sve ovo čini obaveznim izdavanje prospekta koji sadrži relevantne informacije karakteristične za fond i menadžersku kompaniju. Kombinacija tradicionalne aukcije i "Dutch-style" aukcije (obaranje i rast cijena u odgovarajućem procentu) uz odgovarajuće prodajne tehnike onemogućavaju špekulacije sa potencijalno utvrđenim cijenama. Investicioni fondovi

¹⁷⁶ Reims M.: "Governance of Privatization Funds in Slovenia", pg. 76

¹⁷⁷ Zakon o privatizacionim fondovima Slovenije član 57-104

smiju uložiti prikupljena sredstva u: hartije od vrijednosti koje kotiraju na berzama ili druge hartije od vrijednosti sa kojima se trguje na organizovanom i nadgledanom tržištu hartija od vrijednosti, u dugoročne hartije od vrijednosti ili kratkoročne hartije od vrijednosti i novčana sredstva i u hartije od vrijednosti domaćih i stranih izdavača. Ograničenja ulaganja investicionog fonda ispoljavaju se u sledećem: (1) Ulaganja investicionog fonda u hartije od vrijednosti koje se kotiraju na berzama moraju predstavljati najmanje 60% svih ulaganja investicionog društva; (2) Investicioni fond mora imati najmanje 5% svojih ulaganja u obliku likvidnih sredstava i kratkoročnih hartija od vrijednosti, čiji rok dospeljeća ne smije biti duži od 6 mjeseci i (3) Investicioni fond ne smije imati više od 10% svojih ulaganja u hartijama od vrijednosti stranih izdavača¹⁷⁸. Pored toga nezavisno od ograničenja nametnutog od strane regularnog investicionog fonda oni mogu investirati u aktivu do 20 % od njihovih ukupnih investicija. Postoje još neka dodatna ograničenja investicija privatizacionih investicionih fondova poput sledećih: (1) Najvažnije je fond ne može imati više od 10% svojih investicija u akcije jedne kompanije i maksimalno 20% akcija individualne kompanije. Prilikom ove analize je potrebno realno sagledati vlasništvo menadžerskih kompanija i vrijednost kapitala kontrolisanog od strane različitih grupa vlasnika menadžerskih kompanija.

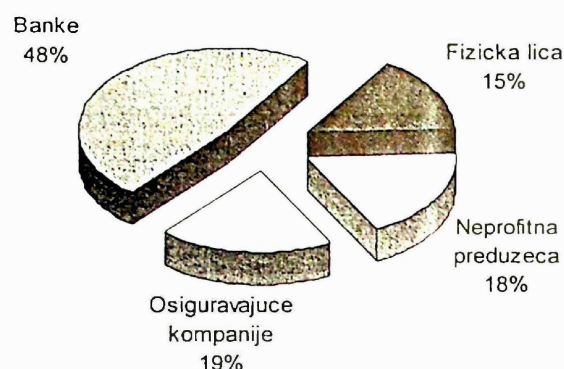


Sl.9.13. Broj PIF u vlasništvu menadžerskih kompanija¹⁷⁹

Banke su većinski vlasnici menadžerskih kompanija. One kontrolišu 34 privatizaciona investiciona fonda, što iznosi 62% ukupnog kapitala privatizacionih investicionih fondova. To ukazuje na činjenicu da menadžerske kompanije banaka upravljaju prosječno velikim privatizacionim fondovima. Druga po veličini grupa su individue koje kontrolišu 19% privatizacionih fondova i 17% kapitala. Menadžerske kompanije koje su u vlasništvu nefinansijskih institucija i osiguravajućih društava su malo manje i iznose do 33% privatizacionih fondova i 21% kapitala.

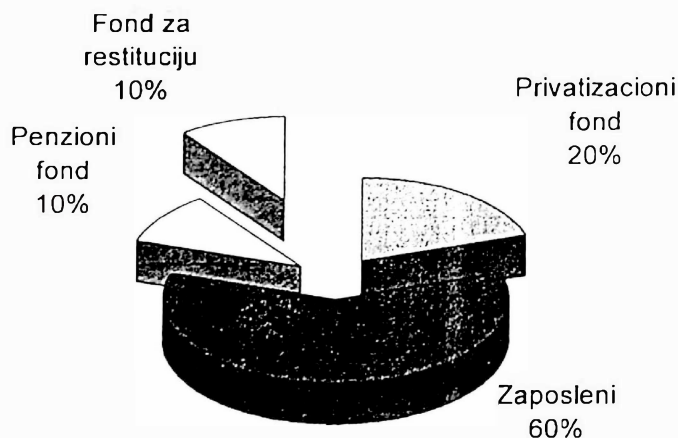
¹⁷⁸ Zakon o investicionim fondovima Slovenije čl. 93 i 94

¹⁷⁹ Simoneti M., Estrin S., Bohm A.: "The Governance of Privatization Funds", pg.31



Sl.9.14. Vrijednost kapitala kontrolisanog od različitih grupa vlasnika menadžerskih kompanija

Nakon dekomponovanja društvenog kapitala iskristalisale su tri različite interesne grupe vlasnika: (1) **Investitori** - penzioni fond, kompenzacioni fond, privatizacioni investicioni fondovi, poslovne banke i ostali kreditori i dr; (2) **Insajderi** - zaposleni i menadžeri, ranije zaposleni, penzioneri i članovi njihovih porodica (3) **Sitni investitori** - građani koji učestvuju na javnim prodajama akcija. S toga je indikativna početna vlasnička struktura kompanija koja je prikazana na sledećoj slici:



Sl.9.15. Proces masovne vaučerske privatizacije u Sloveniji¹⁸⁰

Treba reći da se u Sloveniji pogrešnom procjenom Vlade pojavio » privatizacioni jaz« kao razlika između kapitala ponudenog za vaučersku privatizaciju i količine distribuiranih vaučera. Privatizacioni fondovi vrše kontrolu nad kompanijama najviše

¹⁸⁰ Privatisation International Yearbook, pg.49.

putem glasanja na godišnjim sastancima akcionara a manje putem predstavnika u odborima za nadzor. Spoljašnja kontrola (putem trgovine na sekundarnom tržištu) može se primijeniti na samo 110 kompanija i odvija se na Ljubljanskoj berzi. Uvažavajući činjenicu da po slovenačkom modelu učešće privatizacionih fondova iznosi oko 20% akcija kompanije što je ekvivalentno procentu učešća paradržavnih fondova (restitucionog i penzionog fonda). I pored toga što se privatizacioni fondovi dokazuju kao veoma aktivni u korporativnoj upravi početne analize ukazuju na konflikt interesa između ove dvije vrste fondova. Uvažavajući prethodne opservacije neophodno je pristupiti transformaciji privatizacionih investicionih fondova ukoliko se ne želi otvoriti posiviziranost njihovog mjesta i uloge u postprivatizacionoj fazi. Stoga teoretičari tranzicije, finansijski eksperti i oni koji su zaduženi za implementacije efikasnih modela finansijskih tržišta permanentno traže mogućnost transfera privatizacionih fondova u otvorene i/ili zatvorene investicione odnosno holding kompanije. Pri tome institucionalna forma privatizacionih fondova prilikom transformacije treba da uvažava strukturu portfolija, kreditne finansije, menadžerske provizije, vlasničke konsolidacije, javno izvještavanje i profesionalan nadzor. Zatvoreni privatizacioni fondovi su startovali sa kvotom svojih akcija u avgustu 1998 godine. Poslije pomjeranja tokom prve polovine 1999 godine njihove cijene su rastle godinu dana poslije toga. Fondovska prethodna tržišna procjena je učestvovala u preovladajućim ciljevima fonda. Rizik koji asocira na ove fondove je visok pa je autsajderima teško da ocijene kvalitet njihovog portfolija. Oskudna tržišna likvidnost još i više usložnjava ovaj problem.¹⁸¹ U prilog ovim opservacijama treba ukazati na činjenicu da su privatizacioni fondovi imali značajno učešće u strukturi obrta i broju transakcija na finansijskom tržištu. Pet najviše prometanih akcija privatizacionih fondova reprezentuje 72.02% ukupnog obrta akcija privatizacionih fondova na berzi.

Tržišni segment	Obrt u 100,000SIT	Obim	Broj transakcija
Oficijelno tržište	146,181	17,596,840	92,530
Akcije	104,578	15,986,526	88,738
Obveznice	41,602	1,610,314	3,792
Slobodno tržište	120,249	1,296,216,886	304,009
Akcije	40,745	17,014,761	36,317
Obveznice	14,839	1,317,596	3,513
Investicioni fondovi	62,824	1,238,420,471	246,364
Penzijski kuponi	1,841	39,464,058	17,815
Kratkoročne HOV	3,187	267,449	63
Ukupno	269,617	1,314,081,175	396,602

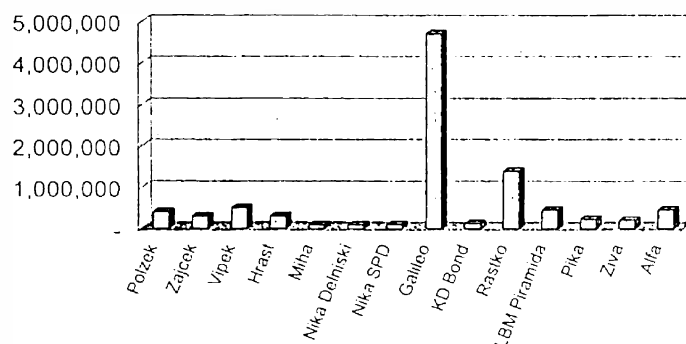
Tabela 9.5. Struktura obrta u 2000 godini¹⁸²

Slovenije je kao zemlja u tranziciji karakteristična po tome što u strukturi njenog finansijskog tržišta participiraju u zajednički fondovi otvorenog tipa (uzajamni fondovi). Oni posluju po principima fondova sa razvijenih finansijskih tržišta držeći u svom portfelju hartije od vrijednosti čiju je ročnu strukturu moguće promijeniti u zakonom propisanom roku. Oni posluju na načelima disperzije rizika, minimiziranja

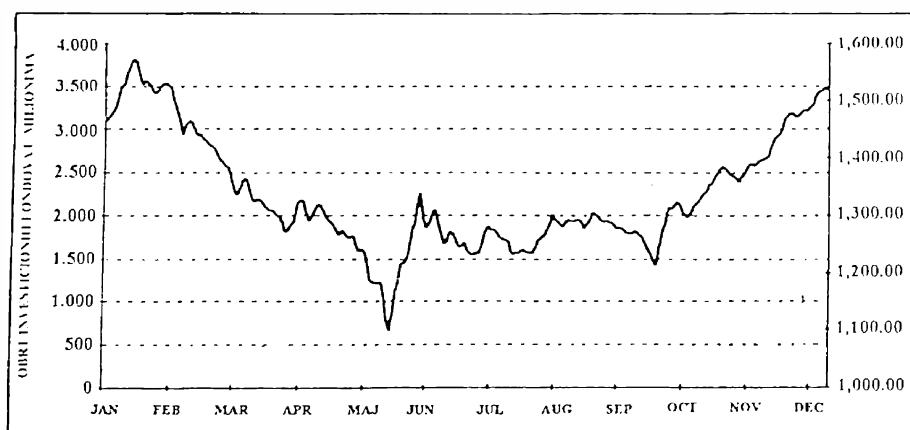
¹⁸¹ Privatization International Yearbook 2000, pg. 82

¹⁸² Ljubljana stock exchange – annual statistical report

troškova i efikasnog upravljanja portfoliom. U Sloveniji ih ima 14 i na sledećoj slici dajemo pregled njihove kapitalizacije:



Sl.9.16. Kapitalizacija zajedničkih fondova u 2000. godini (Slovenija).



Sl.9.17. Indeks obrta investicionih fondova u milionima tolara (u Sloveniji).

Pored Češke i Slovenije treba imati u vidu i iskustvo Poljske u procesu tranzicije naročito u dijelu koji se odnosi na program masovne privatizacije. Proces privatizacije u ovoj zemlji odvija se pod značajnim patronatom nacionalne Vlade odnosno njenog ministarstva za privatizaciju. Privreda ove zemlje privatizovana je po jednom ili kombinacijom sledećih modela: (1) Kapitalna privatizacija; (2) Masovni privatizacioni program; (3) Privatizacija kroz restrukturiranje; (4) Stabilizacija, restrukturiranje i privatizacioni program; (5) privatizacija kao rezultat sporazumne procedure po bankarskim dugovanjima. Posebnu pažnju zavređuje program masovne privatizacije poznatiji kao program nacionalnih državnih fondova. Ovi fondovi su pravljani po uzoru na zatvorene investicione fondove u razvijenim tržišnim ekonomijama. Zakonom je ustanovljeno 15 nacionalnih investicionih fondova na koje je podijeljen kapital od 514 srednjih i velikih

preduzeća. Uobičajena struktura kompanije obuhvaćene programom masovne privatizacije je sledeća:

- 33% matični investicioni fond;
- 27% je alocirano podjednako na ostale investicione fondove;
- 15% je distribuirano zaposlenima u kompaniji;
- 25% ostaje u posjedu državnog trezora;

Svi punoljetni građani Poljske postali su vlasnici investicionih certifikata po simboličnoj cijeni kojom su pokriveni troškovi štampanja i distribucije certifikata. Certifikati su bili konvertibilni za akcije fondova u određenom vremenskom periodu. 15% akcija kompanije je bilo rezervisano za menadžerski fond dok je ostatak bio distribuiran građanima Poljske. Akcije fondova je bilo moguće razmijeniti za certifikate samo pod uslovom da se one nalaze na listingu Varšavske berze od 12 juna 1997 godine. Karakteristično je da država svoj patronat nad ovim modelom privatizacije održava putem nadzornih i upravnih odbora. Naročito je to izraženo kod nadzornih odbora koji se konstituišu po prethodno propisanoj proceduri i broje najčešće sedam članova od kojih su: tri predstavnika matičnog investicionog fonda, jedan član minornog investicionog fonda, dva predstavnika zaposlenih u kompaniji čiji je kapital transferisan u nacionalni investicioni fond i jedan predstavnik državnog trezora. Upravni i nadzorni odbori imaju različit pogled na ciljeve programa. Dok se upravni odbori fokusiraju na neto vrijednost kapitala svojih portfolija dotle odbori za nadzor vide restrukturiranje kompanija kao osnovni uzrok tenzije u nacionalnim investicionim fondovima. Akcijama nacionalnih investicionih fondova se trguje na: (1) Neregulisanom tržištu sertifikata akcija; (2) Berzi akcijskim sertifikatima u dematerijalizovanoj formi i (3) Efektnoj berzi trgovanja akcijama nacionalnim investicionim fondovima. Trgovini je prethodila publikacija prospekata svih nacionalnih investicionih fondova. Prilikom tretiranja poljskog modela vaučerske privatizacije potrebno je uvažavati trofazni regulacioni krug masovne privatizacije:¹⁸³ (1) Početna faza – fokusirana na brzini i ispravnosti procesa; (2) Faza podešavanja – koja svoju pažnju usmjerava na povećanje efikasnosti u privatizanim kompanijama i (3) Zrela faza – fokusirana na učinak programa tržišta investicionih fondova u cjelini i njegovu kompetenciju.

Ono što ovaj model čini različitim, jeste to što se vaučeri ne konvertuju za akcije preduzeća već za akcije fonda. Sam model obezbjeđuje relativno brz dolazak akcija na sekundarno tržište čime se intenzivira razvoj tržišta kapitala u ovoj zemlji. Protokom vremena proces masovne privatizacije poljske privrede je ocijenjen relativno kontraverznim. On je kritikovan zbog visokih troškova (svaka menadžerska kompanija je primila godišnje u prosjeku menadžersku proviziju u iznosu od 3 miliona dolara) i ograničenog uspjeha u maksimizaciji akcionarske vrijednosti ili neadekvatnoj likvidnosti kompanija. Menadžerske kompanije nijesu ispunile svoju misiju u dijelu ekspertske pomoći kompanijama u smislu uspostavljanja internacionalne mreže poslovnih kontakata i pronalaženja najpodesnijih potencijalnih investitora. Neke analize pokazuju da je kapital nacionalnih investicionih fondova precijenjen pa je došlo do transfera uz značajan diskont. U februaru 1999 godine ukupna kapitalizacija svih nacionalnih fondova je iznosila 2.5 biliona zlota dok je knjigovodstvena vrijednost bila 5.6 biliona zlota. (kapitalizacija / knjigovodstvenu vrijednost = 0.45 %)¹⁸⁴

Prilikom analize privatizacionih fondova treba imati u vidu neke postulate koji se reflektuju na sve tri ekonomije. U sve tri zemlje privatizacioni fondovi su počeli sa

¹⁸³ Lewandowski J. i Szysko R.: "Uprava Privatizacionih Fondova u Poljskoj", str.57

¹⁸⁴ Sikora R. : "Poland Record Level of Proceeds Raised", Privatization International Yearbook 2000, pg.63

sekundarnom portfolio trgovinom odmah poslije privatizacije, bez obzira na postojanje nekih ozbiljnih ograničenja. Pored toga u 85% slučajeva imaju ili zaključene nedefinirane ili dugoročne menadžerske ugovore. Ugovor tretira menadžersku proviziju koja je najčešće veoma visoka u odnosu na zapadnoevropski nivo i rad menadžment kompanija se reflektuje ne samo kroz neto vrijednost aktive već i kroz prihod, profit, tržišne cijene akcija i do isplata dividendi. Unutrašnja kontrola privatizacionih fondova odvija se posredstvom upravnih i nadzornih odbora dok se spoljašnja kontrola odvija kotacijom kompanija na organizovanom tržištu.

Masovna privatizacija nije ispravila nedostatke u pogledu neadekvatne discipline »korporativne uprave«, tj. kontrolu vlasnika preduzeća nad odlukama menadžera. Unutrašnji konflikt sa bankom osnivačem je regulisan zakonskom zabranom učešća bankarskih službenika u nadzornim odborima na nivou većem od jedne trećine i striktnom zabranom učešća u nadzornim odborima članovima parlamenta i ministrima u vladi Republike Češke.¹⁸⁵ Difuzija vlasništva nad akcijama i kombinaciji sa malim nedovoljno razvijenim tržištima kapitala vaučerska privatizacija je onemogućila tradicionalne mehanizme korporativnog upravljanja.

U sve tri zemlje vaučerska privatizacija nije bila jedini metod privatizacije već se koristila u kombinaciji sa drugim metodama i tehnikama u okviru višedimenzionalne privatizacione strategije. Ona je odigrala mnogo važniju ulogu Češkoj nego u Poljskoj i Sloveniji sa aspekta najvažnijih indikatora (broja preduzeća, njihove vrijednosti, njihovih akcija u kapitalu države ili relativnom prema društvenom proizvodu, proporciji preduzeća privatizovanog putem vaučera ...).

Obzirom da programi u sve tri zemlje imaju sličnosti i razlike čini se da ih je najcjelishodnije sagledati u narednoj tabeli:

¹⁸⁵ Drabek Z.: "The Capital Markets in Central Europe", pg. 9

	Češka	Poljska	Slovenija
Period implementacije	1992 (I talas) 1994 (II talas)	1991 – do sada	1991- do sada
Uloga MPP u privatizac.strategiji Obim	Dio programa široke skale	Implementacija kao posebni program	Dio privatiz. programa
-Broj firmi	1,491 (I talas) -988 (Češka R.) -503 (Slovačka)	512 srednjih preduzeća	Sve 1,543 firme planirane za privatizaciju
-Nominalna vrijednost firmi	299 milijardi CSK (I talas) 155 milijardi CSK (II talas) Vrijednost akcija privatiz. putem vaučera, 1991-1996: 342 milijarde CSK	7 milijardi zlota (2.8 milijardi US\$)	887 milijardi tolara (knjigov.vrijednost od 1,370 odobrenih projekta)
- Drugi pokazatelji	55% imovine privatizovano u okviru široke skale privatiz.programa; 25% sveg državnog akcijskog kapitala	4.5% GDP; 10% od prodaje indus.sektora	40% GDP 30% kapitala
Uključenje firme	Polu-dobrovoljno za određenu grupu	Polu-dobrovoljno za određenu grupu	Obavezno za sve privatizacije firme
Generalna šema podjele akcija	do 93% moglo na javnim aukcijama u zamjenu za vaučere	60% preneseno fondovima (33% vodećem fondu i 27% drugim fondovima; 15% zaposlenim; 25% zadržala država	20% preneseno Fondu za razvoj da ih proda PIHa; drugih 20% zaposlenim (opcija)
Proces aukcije	Prije-ustanov.cijene (u bodovima), kompleks.proces ponude da se izjednače ponuda i potražnja	Bez pre-ustanov. PIH, da potražuje vaučere	Bez pre-ustanov. PIH, da potražuje akcije ponuđene od strane Fonda za razvoj
Glavne osobine vaučera			
- Provizija	30US\$	8US\$	2DM
- Denominacija /SIC/	Investicioni bodovi (zlota)	Nacionalna valuta (tolari)	Nacionalna valuta
- Nominalna vrijednost	Nije određena	Nije određena	Fiksirana u tolarima (2,000-6,400 DEM)
- Mogućnost predavanja	Nema	Odnah	Nema
- Opcija razmjena	Akcije firmi ili PIFa	Akcije samo PIFa	Akcije firmi ili PIFa

U ove tri tranzicione ekonomije pojavljuju se nove finansijske institucije za koje je uobičajen naziv privatizacioni investicioni fondovi. Njihova osnovna funkcija ogleda se u finansijskom posredovanju u postprivatizacionom periodu. Kako je implementacija masovne privatizacije obično imala za rezultat rasuto vlasništvo u portfelju malih akcionara od privatizacionih investicionih fondova se očekivalo da obezbijede mogućnost diverzifikacije portfolija ali bez izuzetne fragmentacije individualnog vlasništva. Dok je razlog njihove kreacije u sve tri zemlje približno iste prirode njihov dizajn se veoma razlikovao u pogledu modela kreacije, pravne forme, menadžmenta i portfolio restrikcije. Iskazane razlike u pravnoj regulativi rezultirale su nacionalnim razlikama u vidu broja privatizacionih fondova, menadžerskih kompanija, distribucije vaučera, koncentracije vlasništva ... Specifične osobine privatizacionih investicionih fondova u ove tri zemlje sažete su u sledećoj tabeli: ¹⁸⁶

¹⁸⁶ Estrin S., Nuti M.D. and Uvalić M.: "The Impact of Privatization Funds on Corporate Governance in Mass Privatization Schemes – The Czech Republic, Poland and Slovenia, pg. 152

	Češka	Poljska	Slovenija
Osnovna legislacija	1991 bez posebne legislacije; April 1992 zakon o investicijama	April 1993, Zakon o nacion. invest. fond. i njihovoj privatizaciji	Posebne provizije od dec. 1994, Zakon o investicionim fondovima
menadžerskim	kompanijama i investicioni fond. Nova legislacija adaptirana u julu 1996.		kompanijama
Generalni pristup	Spontano kreirani fondovi po zahtjevu tržišta (odozgo ka gore)	Kreirani i sponzorisani direktno od vlade (odozgo prema dolje)	Spontano kreirani fondovi po zahtjevu tržišta (odozgo ka gore)
Osnivač	Bilo koja pravna jedinica ("invest. komp."); Minimum kapitala zahtjevan: 33,000US\$	Državna imovina	Bilo koja pravna jedinica ("ovlašćenja menadžerska komp."); Min. kapital 10 mil SIT, max 10 milijardi SIT (115 mil DM)
Pravna forma	akcionarsko društvo; i od 1992 takode i zatvoreni i otvoreni zajednički fond	akcionarsko društvo	akcionarsko društvo
Portfolio regulative	Fond ne može da uloži više od 10% svog kapitala u jednoj firmi, i od akcija jedne firme	Svaki vodeći fond na samom početku ima 33% akcija u nekoj firmi, koji ne može da se smanji	Fond ne može da uloži više od 10% svog kapitala u jednoj firmi, ali može da ima 100% (izuzetak granica na 20%)
Menadžment	Nakon adaptacije Zakona iz 1992., ugovor sa spoljaš.menadžerskom kompanijom nije obavezujući	Ugovor sa spoljaš.menadžerskom kompanijom nije obavezujući ali se podržava	Ugovor sa spoljaš.menadžerskom komp.(osnivačem) jeste obavezujući
PIF sertifikati	Ne osiguravaju uvijek pravo glasa; mogu se prodati ali sa nekim zastojem	Pravo glasa; ne mogu se prodati dok nijesu nominovani na efektnoj berzi	Pravo glasa; ne mogu se prodati dok nijesu nominovani na efektnoj bazi
Br. PIF-a	429 (I talas) 354 (II talas)	15	71
Br.menadžerskih kompanija	336 (I talas) 238 (II talas)	U početku 14, smanjeno na 12 sredinom 1996.	23
Većinski vlasnici MC	Domaće banke (uglavnom poluprivatizovane)	Domaće i strane banke	Domaće banke i osiguravajuća društva
Vaučeri investirani u PIFe	I talas: 72% II talas : 63.5%	100%(obavezno za sve vaučere)	Skoro 55% ukupnog broja
Koncentracija vlasništva	I talas: vodećih 5 osnivača sa 20 fondova privuklo 55%; II talas: vodećih 10 osnivača sa svojih 48 fondova privuklo 50%	U početku jednaka distribucija, ali se koncentriše	Glavne banke kontrolišu 34 fonda i 62% ukupnog kapitala PIFa

Privatizacioni investicioni fondovi su hibridne, intermedijarne i tranzicione institucije zbog sopstvene osobene portfolio strukture. Medjutim, nekoliko karakteristika je neminovnost primjene regulative koja prati poslovanje fondova u svim ekonomijama u

tranziciji u smislu: (1) Definisanja menadžerskih kompanija i ugovorenih odnosa sa fondom; (2) Propisivanja odgovarajućih osnivačkih censusa za kompaniju, fond i vrijednost privatizacionih certifikata (vaučera) ili investicionih udjela; (3) Propisivanje uslova za postavljanje članova nadzornih odbora; (4) Definisanja odnosa sa bankom-depozitarom i klirinško-depozitnom institucijom; (5) Disperzije rizika prilikom ulaganja sa precizno definisanim proporcijama (određivanje hartija koje se mogu naći u portfelju po vrsti, strukturi i dr.); (6) Nadležnost Komisije za hartije od vrijednosti u dijelu osnivanja i poslovanja fondova; (7) Propisivanja veličine i dinamike uplate provizije kao i propisivanje limita za troškove fonda i uputstvo za njihovo alimentiranje; (8) Objave informacija u vidu prospekta, godišnjeg izvještaja, očitovanih balansa i ostalih podataka relevantnih za javnost i (9) Uslova za likvidaciju odnosno eventualni stečaj i dr. S toga oni mogu da opstanu u ovoj formi još jedan relativno kratak vremenski period. Nakon toga je njihova transformacija nužna i neminovna pa oni moraju biti adekvatno regulisani da bi obezbijedili da interesi akcionara ne budu zloupotrijebljeni dok menadžeri ne dobiju adekvatan podsticaj za efikasnije upravljanje portfoliom. U analiziranim ekonomijama ovaj period je na izvjestan način vremenski oročen i to u: (1) Poljskoj na period od 10 godina, (2) Sloveniji na 5 godina i (3) Češkoj gdje nije dat unaprijed rok za transformaciju privatizacionih fondova. Prilikom transformacionih mogućnosti privatizacionih fondova treba imati u vidu da su poljski nacionalni investicioni fondovi kotirani na visoko organizovanom tržištu i regulisanoj Varšavskoj efektnoj berzi od samog početka putem zamjene sertifikata za akcije na tom tržištu. Češki investicioni fondovi su kotirani na organizovanom (iako ne transparentnom) vanberzanskom tržištu od samog početka takode širenjem sistema vaučerskih aukcija na post-privatizacionim tržištima hartija od vrijednosti. Iako je prošlo relativno dugo od njihovog osnivanja Slovenački privatizacioni fondovi do skora nijesu bili kotirani na berzi ili na vanberzanskom tržištu.

Uvažavajući prethodne opservacije treba imati u vidu tretman fondova sa aspekta otvorenosti i njihove organizovanosti kao akcionarskih društava. Otvoreni fondovi nijesu pravna lica i zbog toga su podvrgnuti rigidnijem pravnom nadzoru. Njihova je obaveza da isplate vlasničke jedinice investitorima bilo kada na njihov zahtjev. Istovremeno trguju investicionim kuponima i portfolio hartijama i obim trgovanja traje od izlaska do ulaska investitora. S toga je tržišna cijena proporcionalan vrijednosti portfolija. Imajući u vidu stroga pravila poslovanja ovi fondovi nemaju velike mogućnosti izbora kada je struktura portfolia u pitanju. Opasnosti vezane za smanjenje portfolija i eventualna likvidacija fonda mogu biti rezultat masovnih izlazaka nezadovoljnih investitora. To je razlog zbog koga su menadžeri fondova objektivno natjerani da posluju i razmišljaju unaprijed. Investitori u otvorene fondove u tranzitornim ekonomijama očekuju efekte na relativno kratak rok pa oni samostalno ne mogu biti značajni i dugoročni investitori u kompanijama.

Zatvoreni fondovi su organizovani kao akcionarska društva, venture fondovi ili finansijske holding kompanije sa nešto fleksibilnijim pravilima poslovanja pri čemu moraju biti obezbijedjeni uslovi za efikasnu akcionarsku kontrolu. Broj akcija koji se nalazi u portfoliju fonda je fiksiran a akcijama se trguje na otvorenim tržištima najčešće po diskontnim cijenama u odnosu na vrijednost portfolija. Mali investitori, u ovom slučaju, su manje u prilici da nađu svoj interes jer im nije obezbijeden likvidni izlaz iz portfolija. Menadžeri ovih fondova se nalaze u stalnoj opasnosti od konsolidacije portfolija velikih akcionara koji imaju kapaciteta i moći da njima upravljaju. Menadžerski ugovori su takvog karaktera da se u slučaju neefikasnog poslovanja imaju smatrati raskinutim. Veliki akcionari protokom vremena maksimiziraju dividende i kapitalne dobiti pa i institucije koje posjeduju mogu i same da budu relativno značajnog i dugoročnog karaktera u kompanijama.

Postsocijalističke zemlje su u jednom trenutku bile u situaciji da dio kapitala državnih preduzeća prenesu na neku od vladinih institucija (resorno ministarstvo, državni trezor ili agencija za privatizaciju) ili da ga stave pod privremeni patronat neke od paradržavnih institucija (fondovi). Potom se odvijala iteracija masovne privatizacije tako da već sada jedan manji broj zemalja u tranziciji prelazi u postprivatizacionu etapu prenoseći kapital na privatne intermedijarne finansijske institucije čiji su osnovni zadaci konsolidacija portfolija, aktivno upravljanje i restrukturiranje. Ono što se pokazuje kao nedoumica jeste činjenica da se vaučerskom privatizacijom brzo kreira skelet tržišta kapitala i akcionari faktički ostvaruju svoj glavni cilj transfera ogromne širine ekonomije na privatni sektor. Ali treba imati na umu da vaučerska privatizacija sama ne može odebijediti odgovor na jasne zahtjeve zemalja za strukturalnim reformama i naglašenim atraktivnim inostranim investicijama.¹⁸⁷ Uočljivo je da su one zemlje koje su uvažavale faktor vrijeme u privatizaciji i uspostavljanju efikasne korporativne strukture uspjele napraviti pozitivne pomake u relativno kratkom vremenskom intervalu uz zaobilazanje socijalno-političkih potresa. Danas zahvaljući tome ubiraju efekte efikasne privatizacije koji se manifestuju u bržem privrednom razvoju kao i rastu društvenog proizvoda.

¹⁸⁷ Lanschuster F., Goldscheider P. and Wurmbock G.: "Voucher – systemic problems ?" - Privatization International – octobar 1999 pg.7

X Mogućnosti implementacije zajedničkih fondova u našim uslovima

10. Finansijska tržišta u našim uslovima

Razvoj integralnog tržišta podrazumijeva razvoj čitavog spektra podsistema na koje se u svom funkcionisanju ono oslanja. Jedan od najvažnijih podsistema od koga u najvećoj mjeri zavisi ukupna efikasnost tržišta je finansijsko tržište. Kako je do sada, u našim uslovima, funkcionisalo jedino tržište novca, a i ono je pokazivalo značajne imperfektnosti, to je neophodno u najkraćem roku definisati funkcije, instrumente i subjekte finansijskih tržišta.

Uspostavljanjem pravne infrastrukture stiču se formalni uslovi za razvoj finansijskog tržišta. Međutim, za njegovo funkcionisanje su, pored pravne infrastrukture čak i da je ona idealna, potrebne: institucije, tržišni materijal i odgovarajući ekonomski ambijent u kome se realizuje. Naime, potrebne su nam institucije i pojedinci čije način razmišljanja i poslovanja prevazilazi »finansijski konzervativizam« koji je sa sobom nosio finansijski sistem za koji vjerujemo da smo prevazišli. Tu se prije svega misli na centralnu banku, poslovne banke, fondove, brokersko-dilerske kuće, revizorske kuće, jedinice lokalne uprave i druge ekonomske subjekte. Prilikom ovakvog tretmana fenomen finansijskog tržišta treba imati u vidu njegovu najcjelishodniju podjelu na: (1) Novčano tržište i (2) Tržište kapitala. Svaki od ovih segmenata finansijskog tržišta ima svoje instrumente poput obveznica, blagajničkih zapisa, sertifikata o depozitu, komercijalnih zapisa (novčano tržište) kao i akcija i obveznica kao osnovnih hartija kojima se operiše na tržištu kapitala. Najveći broj ekonomskih subjekata (bilo da riječ o pravnim ili fizičkim licima) na ovim prostorima, svoja ulaganja u trajna potrošna dobra ili investicije, u uslovima nedostatka sredstava, obezbjeđuje pozajmicama u vidu kredita od poslovnih banaka ili pojedinaca. I u jednom i u drugom slučaju se to čini u odgovarajućim rokovima (najčešće na mjesečnom nivou) i po određenoj cijeni (kamati) koja nije mala. Kad su u pitanju banke može se govoriti o regularnom dijelu novčanog tržišta, dok je u drugom slučaju riječ o sivom tržištu koje je svim zemljama u tranziciji u manjoj ili većoj mjeri prisutno. Zbog toga je potrebno obezbijediti funkcionisanje urednog novčanog tržišta koje svojim tržišnim materijalom (kratkoročnim hartijama od vrijednosti) omogućava na jednostavan i javan način svim subjektima koji imaju višak novca da ga plasiraju očekujući odgovarajući prinos i istovremeno onima kojima je potreban da brzo do njega dođu plaćajući odgovarajuću cijenu u vidu kamate. Od izuzetne je važnosti javnost jednog ovakvog posla jer se time stvara povjerenje svih subjekata učesnika i građana uopšte. Ne treba podsjećati da se u zemljama sa razvijenim finansijskim tržištem podaci interesantni za građane objavljuju u dnevnim glasilima, a da ne govorimo o specijalizovnim finansijskim časopisima, ostalim medijima, internetu i sl.

Da bi finansijsko tržište funkcionisalo potrebno je da postoji stimulativan ambijent kako za emitente tako i za investitore u hartije od vrijednosti. To podrazumeva svodenje rizika (sistemskog i nesistemskog karaktera) na najmanju moguću meru. I istovremeno uvažavanje činjenice da se faktor vrijeme ne može relativizirati jer je reč o ulaganju na duži rok, što podrazumeva promjenu načina razmišljanja i sistema vrijednosti.

To je posebno važno, u našim uslovima, kod tržišta kapitala gdje je neophodno umjesto kreditnih aranžmana obezbjeđivati nedostajuća sredstva emisijom obveznica i akcija. Ovo je potrebno realizovati iz sledećih razloga:

- Poslovanje hartijama od vrijednosti podrazumijeva punu povjerenje svih učesnika fundirano sa precizno definisanim pravilima i procedurama i etičkom kodeksu što bi

trebalo da povrati poverenje u institut štednje. Sve dok se ne vrati štednja kao kategorija u smislu u kome je doživljavaju razvijena finansijska tržišta u našoj ekonomskoj efikasnosti ne može biti ozbiljnih pomaka.

- Novi investicioni poduhvati na duži rok podrazumijevaju značajna sredstva. Bilo da je riječ o državi, lokalnoj upravi, kompaniji to je moguće ostvariti odgovarajućom emisijom novih hartija od vrijednosti koje donose određeni prinos u vidu kamate ili dividende.
- Hartije od vrijednosti nastale procesom privatizacije, takode, mogu biti značajan tržišni materijal. Na ovom polju je do sada postojala izvjesna » simulacija tržišta » koja može biti relativno dobra uvertira za njihovu prodaju na berzi ili vanberzi. Međutim, postojeća tehnologija njihovog trgovanja je takvog karaktera da se najčešće završava na relaciji emitent – prvi kupac. (funkcioniše uslovno rečeno »primarno« ali ne i » sekundarno« tržište). Stoga je funkcionisanje tržišta kapitala potrebno kako bi se hartije od vrijednosti dnevno kotirale i znala se vrijednost kompanije u svakom trenutku i istovremeno se svim subjektima pružila šansa, da pod određenim uslovima, mogu kupiti hartije od vrijednosti nastale ovim procesom. Time se razbijaju dvije veoma važne iluzije: (1) Vrijednost preduzeća nije ono što relevantni subjekti (javnost, fondovi, agencija, zaposleni i sl.) misle da jeste, već je vrijednost ono što je investitor na bazi ponude i tražnje za akcijama tog preduzeća spreman da plati i (2) Upravljački paket nije »51%« akcija nego može biti i mnogo manji uslovima kada je struktura akcionara takva da je u njoj zastupljen veći broj subjekata. Ovo naročito dobija na značaju u uslovima intenziviranja procesa privatizacije u kome se akcije preduzeća u Crnoj Gori nude stranim strateškim partnerima. Uspostavljenjem Internet komunikacije i postojanjem on-line brokera trgovanje hartijama od vrijednosti postaje dostupno svim potencijalnim investitorima što i sam proces privatizacije čini u potpunosti transparentnim. Kako su učesnici u procesu privatizacije i zaposleni to i oni sa svojim akcijama mogu doprinijeti razvoju tržišta kapitala.

Imajući prethodne opservacije u vidu, da se zaključiti da je finansijsko tržište pretpostavka koju mora biti u potpunosti ispunjena da bi jedna ekonomija krenula putem efikasnosti. Pri tome treba podsjetiti da važeća zakonska regulativa koja tretira ovu oblast u SAD-a donesena u davne 1933 i 34 godine a da se danas na Njujorškoj berzi , pored ostalog tržišnog materijala, kotiraju akcije 1860 korporacija a na tržištu obveznica se napravi obim transakcija veći od 200 milijardi dolara dnevno. Poređenja radi na Londonskoj berzi se danas kotiraju hartije od vrijednosti oko 2100 emitenata od kojih skoro jedna trećina nema sjedište Velikoj Britaniji, što govori o internacionalizaciji ovog tržišta. I zemlje u tranziciji koje su svoje ekonomije učinile efikasnim uspostavile su svoje finansijsko tržište. S toga, što prije budemo nadležne institucije obezbijede tehnologiju dolaska hartija od vrijednosti do tržišta, vanberze (kao uređeno tržište sa nešto fleksibilnijim kriterijumima) i berzu (kao instituciju na kojoj će se po čvrstim pravilima dnevno prometati hartije od vrijednosti) to će naša ekonomija krenuti putevima koji je vode u efikasnost.

10.1. Finansijska tržišta kroz prizmu brojki

Finansijska tržišta su u Crnoj Gori prisutna u svojim raznim vidovima i oblicima od početka devedesetih godina. Međutim institucionalni razvoj se vezuje za uspostavljanje Montenegroberze koja je osnovana 1993 godine. U svom poslovanju, od osnivanja do danas, Montenegroberza je dijelila i dijeli sudbinu finansijskog sistema u kome bitiše. Tako je tokom proteklih sedam godina, kada je bilo prilike za poslovanje i kada je

makroekonomski ambijent to dozvoljavao Montenegroberza bilježila rezultate koji su bili vrijedni pažnje.

Uvođenjem marke kao stabilnog sredstva plaćanja krajem 1999 godine, dolazi do povlačenja dinarskih plasmana, tako da su već prvih mjeseci prethodne godine svi dinarski aranžmani vraćeni, što je razumljiv zahtjev povjerilaca imajući u vidu stalne promjene kursa a prije svega opredjeljenje da marka bude legalno sredstvo plaćanja kod nas. Samim tim, više nema ni zahtjeva za emisije hartija od vrijednosti u dinarima. Nema ni emisija hartija od vrijednosti u markama, zbog nepostojanja nadležne institucije za davanje odobrenja a i cjelokupna likvidnost privrede je na izuzetno niskom nivou. To su razlozi zbog kojih na Montenegroberzi skoro da nije bilo realizovanih transakcija u prethodnom periodu.

Na osnovu prethodno izvodi se zaključak da su po svim pokazateljima 1999 i 2000 godina, bile najgore poslovne godine od osnivanja Montenegroberze do danas. Ipak, ako se uzmu u obzir okolnosti u kojima je berza poslovala u protekle dvije godine, iluzorno je bilo i očekivati drugačiji poslovni ishod. U toku 2000 godine ostvaren je promet od samo 5,58 miliona maraka. Ako se uporedi ovaj iznos sa prometom realizovanim u 1999 godini koji je, takode, bio na niskom nivou i iznosio 26,02 miliona maraka, bilježi se pad od 78,55 %. Promet je ostvaren u januaru (trgovalo se žirlnim novcem) i avgustu kada je ostvaren promet akcijama u iznosu od 5,08 miliona maraka. U toku prethodne godine nije zaključena nijedna transakcija kratkoročnim hartijama od vrijednosti (komercijalnim zapisima i obveznicama), kojima se ranije značajno trgovalo.

Na listingu Montenegroberze nalaze se akcije sledećih finansijskih institucija: Atlas banke, Hipotekarne banke, Podgoričke banke, Crnogorske komercijalne banke, Nikšićke banke i Lovćen osiguranja. Smatramo cjelishodnim da za potrebe ovog rada treba sagledati retrospektivu prometa na Montenegroberzi od osnivanja do kraja 2 000 godine. Na narednoj tabeli i grafiku dat je prikaz prometa na Montenegroberzi u periodu 1994 – 2000 godina.

-u mil. po realnom kursu-

Godina	Promet u DEM
1994.	124,23
1995.	124,64
1996.	173,29
1997.	254,55
1998.	156,52
1999.	26,02
2000.	5,58

Tabela 10.1. Ukupan promet u periodu od 1994. do 2000. god. -u mil. po realnom kursu-

makroekonomski ambijent to dozvoljavao Montenegroberza bilježila rezultate koji su bili vrijedni pažnje.

Uvođenjem marke kao stabilnog sredstva plaćanja krajem 1999 godine, dolazi do povlačenja dinarskih plasmana, tako da su već prvih mjeseci prethodne godine svi dinarski aranžmani vraćeni, što je razumljiv zahtjev povjerilaca imajući u vidu stalne promjene kursa a prije svega opredjeljenje da marka bude legalno sredstvo plaćanja kod nas. Samim tim, više nema ni zahtjeva za emisije hartija od vrijednosti u dinarima. Nema ni emisija hartija od vrijednosti u markama, zbog nepostojanja nadležne institucije za davanje odobrenja a i cjelokupna likvidnost privrede je na izuzetno niskom nivou. To su razlozi zbog kojih na Montenegroberzi skoro da nije bilo realizovanih transakcija u prethodnom periodu.

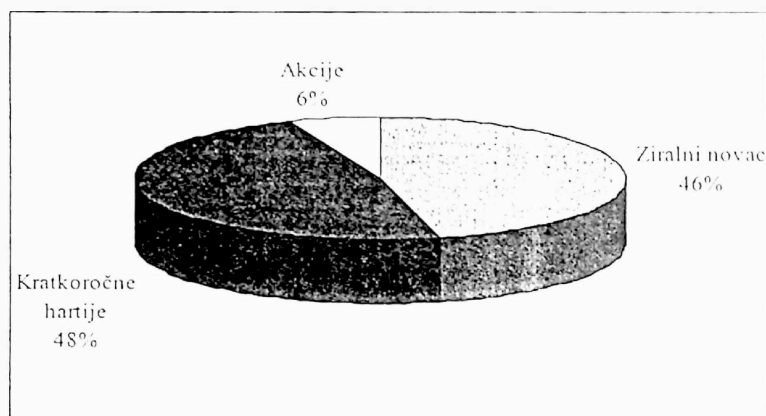
Na osnovu prethodno izvodi se zaključak da su po svim pokazateljima 1999 i 2000 godina, bile najgore poslovne godine od osnivanja Montenegroberze do danas. Ipak, ako se uzmu u obzir okolnosti u kojima je berza poslovala u protekle dvije godine, iluzorno je bilo i očekivati drugačiji poslovni ishod. U toku 2000 godine ostvaren je promet od samo 5,58 miliona maraka. Ako se uporedi ovaj iznos sa prometom realizovanim u 1999 godini koji je, takođe, bio na niskom nivou i iznosio 26,02 miliona maraka, bilježi se pad od 78,55 %. Promet je ostvaren u januaru (trgovalo se žirlnim novcem) i avgustu kada je ostvaren promet akcijama u iznosu od 5,08 miliona maraka. U toku prethodne godine nije zaključena nijedna transakcija kratkoročnim hartijama od vrijednosti (komercijalnim zapisima i obveznicama), kojima se ranije značajno trgovalo.

Na listingu Montenegroberze nalaze se akcije sledećih finansijskih institucija: Atlas banke, Hipotekarne banke, Podgoričke banke, Crnogorske komercijalne banke, Nikšićke banke i Lovćen osiguranja. Smatramo cjelishodnim da za potrebe ovog rada treba sagledati retrospektivu prometa na Montenegroberzi od osnivanja do kraja 2 000 godine. Na narednoj tabeli i grafiku dat je prikaz prometa na Montenegroberzi u periodu 1994 – 2000 godina.

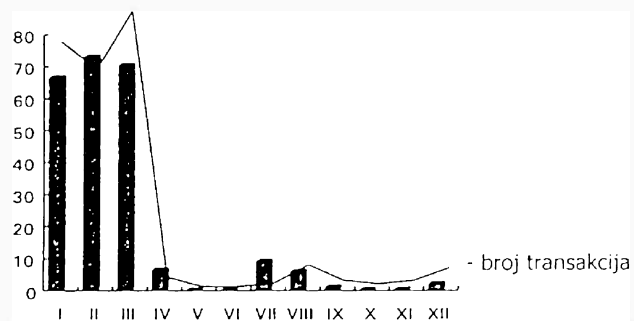
-u mil. po realnom kursu-	
Godina	Promet u DEM
1994.	124,23
1995.	124,64
1996.	173,29
1997.	254,55
1998.	156,52
1999.	26,02
2000.	5,58

Tabela 10.1. Ukupan promet u periodu od 1994. do 2000. god. -u mil. po realnom kursu-

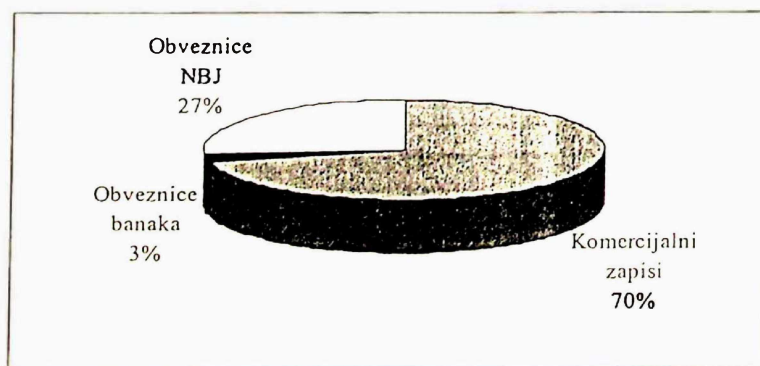
prometa u 1999 godini. Najveće učešće u strukturi prometa kratkoročnih hartija od vrijednosti imaju komercijalni zapisi, čija je vrijednost ostvarenog prometa u 1999 godini iznosila 78,64 miliona dinara, odnosno 70,29 % prometa kratkoročnih hartija od vrijednosti. Promet obveznicama Narodne banke dostigao je vrijednost od 30,0 miliona dinara, što strukturi prometa kratkoročnih hartija od vrijednosti iznosi 26,81%. Pored toga ostvaren je i promet obveznicama banaka u vrijednosti od 3,24 miliona dinara.



Sl. 10.2. Struktura prometa na finansijskom tržištu



Sl.10.3. Broj obavljenih transakcija na novčanom tržištu



Sl. 10. 4. Struktura prometa na novčanom tržištu

10.1.2. Tržište kapitala

U 1999 - toj godini ostvaren je promet akcijama u iznosu od 15,09 miliona dinara, što predstavlja 6,47 % ostvarenog prometa i to je izvjesan uspjeh u odnosu na prethodnu godinu kada je učešće akcija u ukupnom prometu iznosilo svega 0,81%. U okviru primarne trgovine u ovom periodu ostvaren je promet akcijama jednog broja poslovnih banaka u Crnoj Gori i Lovćen osiguranja.

Početkom 1999 godine godine Montenegroberza je sa svojim članovima brokersko-dilerskim kućama u okviru slobodne vanberzanske trgovine organizovala trgovanje akcijama iz portfelja Fonda za razvoj Republike Crne Gore. Inostrani savjetnici su sugerisali većinskim vlasnicima kompanija u Crnoj Gori, osobito Fondu za razvoj da akcije iz svog portfelja istaknu kao ponudu na berzi. Kako se radilo o pilot projektu Fond je ponudio akcije najprije devet preduzeća, a kasnije još tri preduzeća iz svog portfelja. Posredstvom jednog broja brokerskih kuća ponudene su po prvi put i akcije radnika. U ponudi su se našle akcije pivare "Trebjesa" čiji je kontrolni paket akcija prodat stranom strateškom partneru i još jednog broja privatizovanih preduzeća u nešto manjem broju i iznosima. Imajući u vidu broj transformisanih preduzeća i količinu raspoloživog kapitala u akcijama koji se nalazi u vlasništvu fondova i radnika može se konstatovati da se radi, o više nego, simboličnom prometu hartija od vrijednosti nastalih procesom upravljačke i svojinske transformacije.

10.1.3. Učešće brokerskih kuća

U protekloj godini je nastavljen trend slabog učešća berzanskih posrednika u berzanskoj trgovini. Iako ne postoji valjana evidencija, procjene su da iznosi vanberzanske trgovine značajno premašuju promete ostvarene preko berze.

Naziv brokerske/dilerske kuće	Emitent (%)	Investitor (%)
Komercijalna banka a.d. Beograd (nije član Berze)	0,00	19,19
M & V Investments a.d. Podgorica	0,59	0,00
Monte Adria broker a.d. Podgorica	8,65	5,22
CG broker a.d. Podgorica	86,58	48,56
Holder broker a.d. Podgorica	0,00	24,32
AB Invest a.d. Beograd (nije član Berze)	1,61	1,05
Onyx broker a.d. Budva (nije član Berze)	2,56	1,66
	100,00	100,00

Tabela 10.2. Učešće brokersko-dilerskih kuća u prometu žiralnim novcem i kratkoročnim hartijama od vrijednosti

Komercijalna banka a.d. Beograd, AB Invest a.d. Beograd i Onyx broker a.d. Budva nijesu članovi Berze ali su učestvovali u berzanskoj trgovini. Komercijalna banka u transakcijama obveznicama Narodne banke, AB Invest a.d. i Onyx broker u transakcijama žiralnim novcem i komercijalnim zapisima. Nije manje interesantno sagledati analizu učešća brokersko – dilerskih kuća u prometu akcijama.

Naziv brokerske/dilerske kuće	Broker prodavca (%)	Broker kupca (%)
Energobroker a.d. Beograd (nije član Berze)	0,00	62,72
Monte Adria broker a.d. Podgorica	81,59	18,87
Holder broker a.d. Podgorica	5,03	5,03
Max Dill P.J. Podgorica	8,58	8,58
CG broker a.d. Podgorica	4,81	4,81
	100,00	100,00

Tabela 10.3. Učešće brokersko-dilerskih kuća u prometu akcijama

Kada je riječ o obimu ostvarene vanberzanske trgovine ne postoji pravi uvid, jer izuzev CG brokera i Monte Adria brokera koji uredno dostavljaju izvještaje o obimu ostvarene trgovine, ostale brokerske kuće tu obavezu najčešće ne izvršavaju.

Kao što se vidi iz prethodne analize u našim uslovima dominira novčano tržište sa učešćem od 93.5 % a u okviru njega je značajno zastupljena trgovina žiralnim novcem. Treba imati u vidu da postoji "paralelno" sivo tržište novca koje bi, po nekim procjenama, moglo značajno doprinijeti razvoju finansijskih tržišta u našim uslovima. Učešće akcija je više nego simbolično. Naročito se to odnosi na akcije koje su nastale procesom svojinske i upravljačke transformacije što se može smatrati svojevrsnom primarnom emisijom hartija. Sekundarno tržište funkcioniše u neznatnom obimu sa dosta improvizacija i bez kontinuiteta (najčešće su prisutne jednokratne trgovine). Pored toga postoji značajno učešće nekontrolisane vanberzanske trgovine o kojoj ne postoji nikakva evidencija. Stoga bi u što kraćem roku, obzirom da u prethodnoj godini nije bilo prometa, trebalo obezbijediti funkcionisanje finansijskih tržišta. Novčano tržište treba da doživi svoju punu afirmaciju uz odgovarajuću zakonsku regulativu koja će štiti investitora jer za njegovo funkcionisanje postoje iskustva iz prethodnog perioda. Što se tržišta kapitala tiče potrebno ga je uspostaviti kombinacijom berzanske i vanberzanske trgovine. To podrazumijeva dnevnu kotaciju hartija na finansijskom tržištu čime bi se izbjegle sadašnje svojevrsne simulacije tržišta (prodaja akcija posredstvom Komisije za aukciju). Međutim, da bi se uspostavilo tržište neophodno je definisati uslove koje mora da ispunjava emitent čija se hartija namjerava naći na listingu berze ili vanberze. S toga treba razmotriti mogućnost segmentacije tržišta kapitala (berza, vanberza, npr.segment berze a, segment berze b i sl. u skladu sa odgovarajućim kriterijumima) po kvalitetu hartija i obzirom na relativno mali broj emitenata, kapitalizaciju, broj transakcija i obrt. U cilju povećanja efikasnosti finansijskog tržišta potrebno je obezbijediti kvalitetnu informatičku podršku (moćan hardver i adekvatan softver) i potpunu informisanost svih učesnika i javnosti.

10.3. Finansijske institucije – učesnici na finansijskom tržištu

Da bi finansijska tržišta u potpunosti ispunila svoju misiju potrebno je da u njihovom funkcionisanju svoje mjesto i ulogu prepoznaju moderne i efikasne institucije. Bez institucija ovog tipa je prosto nemoguće očekivati boljitak u ukupnom privrednom poslovanju u bliskoj budućnosti. To podrazumijeva reformu institucija - dosadašnjih učesnika na finansijskim tržištima radikalnim zahvatima u početnoj fazi i "finim podešavanjima" protokom vremena:

- **Centralna banka** — predstavlja instituciju koja svojim funkcionisanjem obezbjeđuje efikasnost finansijskih tržišta. Ona je centralna institucija finansijskog sistema pod čijim nadzorom se ostvaruju ciljevi kreditno-monetarne politike. Od centralne banke

Crne Gore se očekuje da, osim emisione funkcije vrši ostale tradicionalne funkcije: (1) Provođenje mjera kreditno-monetarne politike koje se vrši sledećim instrumentarijem: eskontnom politikom, operacijama na otvorenom tržištu, politikom obavezne rezerve i politikom aktiviranja i dezaktiviranja depozita; (2) Angažman na segmentu deviznog tržišta kroz: obavljanje i kontrolu platnog prometa sa inostranstvom, pružanje bankarskih usluga u korist stranih vlada, stranih centralnih banaka, kao i u korist međunarodnih organizacija i institucija u kojima centralna banka ili vlada učestvuju, otvaranje i vođenje računa za potrebe državnih organa i organizacija, domaćih i stranih banaka, međunarodnih finansijskih institucija i donatorskih organizacija; (3) Obavljanje određenih poslova za račun države poput propisivanja i sprovođenja mjera, regulacije i kontrole platnog prometa, poravnanja i međubankarskog obračuna u Republici te obavlja djelatnost bankara, savjetnika i fiskalnog zastupnika organa i organizacija Republike. Ostale funkcije Centralne banke obuhvataju: izdavanje dozvola i kontrolu rada banaka i drugih finansijskih institucija, kupovinu i prodaju valute i plemenitih metala za svoj račun i za račun Republike, vrši redovne ekonomske analize, uključujući monetarne, fiskalne, finansijske i platno bilansne analize privrede i dr. Najvažnija funkcija centralne banke sa aspekta zajedničkih fondova ogleda se u tzv. operacijama na otvorenom tržištu. Operacije na otvorenom tržištu podrazumijevaju kupovinu i prodaju hartija od vrijednosti od strane centralne banke u cilju regulisanja količine novca u opticaju i sprečavanja proinflatornih uticaja. Pored toga centralna banka emisijom sopstvenih hartija može da bude izuzetno značajan učesnik na finansijskom tržištu.

- Poslovne banke — se javljaju kao značajni potencijalni učesnici na finansijskom tržištu. Treba imati u vidu da je u ne malom broju banaka u Crnoj Gori prisutno stanje u kome su vlasnici akcija istovremeno i najveći dužnici što pored »stare devizne štednje« dodatno komplikuje ionako složeno stanje u bankarskom sistemu. U narednom dijelu dajemo nešto širu analizu funkcionisanja poslovnih banaka koja je relevantna za poslovanje hartijama od vrijednosti. Poslovanje banaka, posmatrano u cjelini tokom 2000. godine, bilo je prema izvještaju Monetarnog savjeta na zadovoljavajućem nivou, s obzirom da su banke imale visoke iznose sredstava na svojim žiro-računima u DEM, koja su u najvećoj mjeri zavisila od poslovanja deponenata banaka. Pri tome su uspješni ekonomski subjekti uslovljavali stabilnost bankarskog sistema i omogućavali nesmetano poslovanje banaka. U okviru ukupnih sredstava na žiro-računima banaka dominantno je učešće depozita po videnju koje se tokom godine kretalo od 81% do 89%. Iz raspoloživih podataka je evidentna usitnjenost bankarskog sistema u Crnoj Gori (21 banka, od čega je jedna banka sa potpuno stranim kapitalom) te se od ukupnih sredstava deponenata po videnju kod svih banaka čak 87% odnosi na šest banaka i to: Hipotekarnu banku 26%, Podgoričku banku 23%, Montenegrobanku 17%, Crnogorsku kumercijalnu banku 11%, Nikšićku banku 6% i Jugobanku - Kotor 4%. Sve ostale banke iz bankarskog sistema Crne Gore (5) i filijale banaka sa strane (10) raspolazu sa preostalim 13% depozita. Posmatrajući komitente ovih šest banaka najveći broj banaka depozite formira (prema podacima ZOP-a na dan 27.11.2000. godine) iz depozita privrede koji čine kod Hipotekarne banke 79%, Jugobanke Kotor 74%, Montenegrobanke 54% (a budžetska sredstva i sredstva fondova 29%). Kod Podgoričke banke gro sredstava čine depoziti organa, budžeta i fondova sa učešćem od 61%, zatim sredstva privrede 19%, sredstva za izgradnju autoputeva 7% itd. Takođe se može konstatovati uvidom u raspored komitenata kod banaka da pojedini komitenti drže svoje depozite kod više banaka, kao i da svaka banka ima određeni broj likvidnih komitenata koji uz ostale komitente

opredjeljuju likvidnost banke. U cjelini gledano, prema podacima ZOP-a, depoziti na računima banaka u najvećem obimu (61%) potiču od deponenata iz privrednog sektora, zatim 9% iz neprivrede, na sredstva organa se odnosi 11%, fondova 5%, budžeta 5%, sredstva za izgradnju autoputeva 4% i na ostala sredstva 5%. Podaci su urađeni na osnovu izvještaja banaka i filijala banaka čija su sjedišta van Crne Gore prema Zakonu o bankama i drugim finansijskim organizacijama. Međutim, neki pokazatelji kao novčani dio akcijskog kapitala, učešće osnovnih sredstava u kapitalu i učešća velikih i najvećih kredita u odnosu na kapital mogu poslužiti za komparaciju shodno rješenjima datim u Zakonu o bankama (Sl. list RCG br. 52/2000). Banke i filijale banaka su dostavile podatke o bilansnoj i vanbilansnoj sumi, kapitalu, velikim i najvećim kreditima, plasmanima u osnovna sredstva i dugovanjima u zemlji i inostranstvu.

Prema podacima banaka i filijala banaka¹⁸⁹:

- ukupna bilansna suma je 2.302.009.000,00 DEM
- ukupna vanbilansna suma je 568.919.000,00 DEM
- dugovanja u zemlji su 316.065.000,00 DEM
- dugovanja u inostranstvu su 1.258.211.000,00 DEM.

Dugovanja u zemlji inostranstvu predstavljaju izvore koje banke zbog svoje nelikvidnosti i nesolventnosti ne servisiraju, pa sama ta činjenica ukazuje da je najmanje toliki iznos sredstava van funkcije. Kada bi se iz bilansne sume izuzeo dio pomenutih dugovanja, kao i neraščišćeni interni i međubankarski odnosi dobila bi se realnija slika bilansa banaka. Ukupna zaduženost banaka (dugovanja u zemlji i inostranstvu) iznosi 1.574.276.000 DEM što čini 68% ukupne bilansne sume. Paralelno sa dugovanjima u inostranstvu, na strani aktive prikazani su dugoročni plasmani u stranoj valuti čiji je ukupan iznos za sve banke 1.302.315.000 DEM, iz čega se vidi da dugoročni devizni plasmani približno odgovaraju spoljnjem dugu banaka što potvrđuje sliku o imobilisanim plasmanima (gubicima). Podaci o novčanom dijelu akcijskog kapitala prilično su ohrabrujući, za većinu banaka, no njihova realnost biće provjerena kroz postupak revizije završnog računa za 2000 godinu. Realnost bilansa banaka, sa aspekta prilagodavanja zakonu o bankama, zavisiće u mnogome i od stava Vlade RCG prema spoljnjem i unutrašnjem dugu banaka, čije stavke u bilansima pojedinih banaka čine značajne iznose. Imajući u vidu količinu sredstava prethodno navedenih kao »nenamjenske depozite«, može se ustvrditi, da to može biti dobar osnov za funkcionisanje hartija tržišta novca. U tom smislu slobodna sredstva, na kraći i duži rok, predstavljaju potencijal koji, uz odgovarajuća pravila, omogućava razvoj finansijskih tržišta.

- **Investicione banke** – predstavljaju finansijske institucije čija misija dolazi do punog izražaja na primarnom tržištu hartija od vrijednosti. Institut emisije hartija od vrijednosti prosto je nezamisliv bez ovih finansijskih institucija. Investicione banke imaju raznovrsne funkcije od onih koje su savjetodavnog karaktera emitentima, preko administrativnih poslova vezanih za registraciju nove emisije do garanta (potpisnika) nove emisije efekata. U našim uslovima a i u najvećem broju zemalja u tranziciji ovih institucija gotovo da i nema. Dva su osnovna razloga zbog čega je to tako: (1) Izuzetno visok rizik plasmana i (2) Objektivni nedostatak kapitala namijenjen u ove svrhe. S toga se ne može očekivati da investicione banke u tranzicionim vremenima imaju funkcije zapadnoevropskih ili američkih banaka ali je moguće da svoju ulogu imaju kao segmenti u postojećim bankama omogućavajući konsalting i obezbjeđenje relevantnih informacija investitorima prilikom novih emisija hartija od vrijednosti. To je pretpostavka koja ne smije biti prenapregnuta

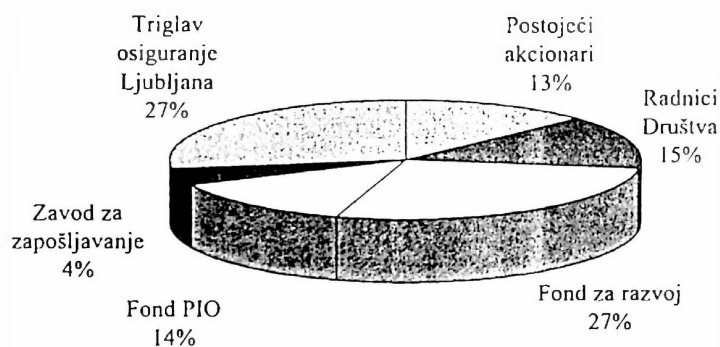
¹⁸⁹ Vidjeti više u informaciji Narodne banke Crne Gore za Monetarni savjet Dec.2000. godine

kada se osmišljava masovna strategija emisije hartija od vrijednosti. Tu se i odslikava uzročno-posledična veza razvoja zajedničkih fondova i širokog spektra hartija od vrijednosti koje integralno povećavaju apsorpcijsku moć finansijskog tržišta.

- **Penzioni fondovi** – su finansijske institucije čije osnovni zadatak da se pobrinu za egzistenciju penzionera i za rad onesposobljenih lica. Smatraju se značajnim učesnicima na finansijskim tržištima i u poslednjih dvadesetak godina bilježe značajan rast. Oni do sredstava dolaze posredstvom uplata i doprinosa poslodavaca, državnih institucija, zaposlenih. Zavisno od toga da li uplate vrše državne institucije ili one koje su u privatnoj svojini penzioni fondovi mogu biti državnog ili privatnog karaktera. U prvom slučaju se očekuje obezbjeđenje minimalne egzistencije i socijalne sigurnosti penzionera dok je drugi model baziran na sigurnim i značajnim izvorima koji obezbjeđuju visok životni standard. Uplate penzionim fondovima vrše se od strane sponzora i članova odbijanjem od tekućih zarada, primjenom određenog plana ili na osnovu slobodnih doprinosa. Pored toga, penzioni fondovi ostvaruju prihode po osnovu ulaganja u različite oblike aktive na segmentima finansijskog tržišta. Ove finansijske institucije najčešće ulažu u sigurne hartije od vrijednosti poput: trezorskih hartija, državnih obveznica, visokokvalitetnih obveznica kompanija, akcija rangiranih korporacija, obveznica lokalne uprave i sl. Zemlje u tranziciji okreću reformi penzionog sistema i da već na tom polju postoje rezultati u Sloveniji i Češkoj. U bliskoj prošlosti su 44 dodatna penziona fonda (sa državnim doprinosima) bila autorizovana u Češkoj ali je u poslednje dvije godine taj broj opao na 30 i očekuje se njihov dalji pad 20 ili 15. Aktiva fondova je na 1.3% GDP, pri čemu 5 najvećih fondova pokrivaju iznos 60 % učesnika i klijenata.¹⁹⁰ U Crnoj Gori sada postoji državni Fond penzionog osiguranja koji još uvijek sredstva ostvaruje po sistemu doprinosa na zarade. Pored toga on u svom portfelju drži u prosjeku 18% akcija transformisanih preduzeća. Fond se u proteklom periodu pojavljivao na tržištu novca i kao kupac i kao prodavac. Reformom penzionog sistema se očekuje uspostavljanje više institucija ovog tipa sa različitim oblicima svojine i konačno transformacija samog fonda u finansijsku instituciju koja će svom aktivnom ulogom na finansijskom tržištu doprinijeti efikasnom korišćenju sredstava koji predstavljaju odloženu potrošnju trenutno zaposlenih. Ono što bi odmah moglo da se očekuje od ove institucije je ulaganje u hartije tržišta novca i ostvarenje efikasnog portfolija akcija kompanija koje je stekao procesom svojinske i upravljačke transformacije.
- **Osiguravajuće kompanije** – su finansijske institucije koje uz permanentne, periodične uplate svojih klijenata izvršavaju izvjesnu ugovorenu isplatu u slučaju dešavanja određenog događaja. U principu, osiguravajuće kompanije se bave sa dvije vrste osiguranja: (1) Osiguranje lica i (2) Osiguranje imovine. Bez namjere da ulazimo u šire elaboracije fenomena osiguranja, ukazujemo na činjenicu da je portfelj osiguravajućih kompanija takvog karaktera da je dinamika i tehnologija priliva ekvivalentna sa dinamikom i tehnologijom odliva uz ostvarenje odgovarajuće pozitivne razlike. Dakle, poslovna logika ovih finansijskih institucija, koje zauzimaju značajno mjesto na finansijskim tržištima razvijenih ekonomija, je relativno jednostavna: sredstva do kojih se dolazi po nižim stopama (cijenama) se investiraju u raznovrsne oblike aktive koji donose više stope prinosa i razumni rizik. To podrazumijeva ulaganje i stabilne hartije od vrijednosti poput: dugoročnih obveznica (obveznice države i njenih institucija, obveznice lokalne uprave, obveznice efikasnih kompanija), hipotekarne hartije od vrijednosti, nekretnine, preferencijalne i obične akcije kompanija sa rejtingom i sl. Da zemlje u tranziciji slijede ovaj pozitivan primjer pokazuje Češka u kojoj pored više od 40 osiguravajućih kompanija postoji i državna kompanija za zdravstveno osiguranje.

¹⁹⁰ Report Czech National Bank and The World Bank

18 kompanija rade kao univerzalne osiguravajuće kompanije, 18 su specijalizovale osiguranje koje nije životnog karaktera a 4 su u osiguranju životna lica. U 14 kompanija participira inostrano vlasništvo dok je u 19 domaći kapital i 7 su inostrana svojina ili su kontrolisane. U ovoj zemlji ne postoje lokalne reosiguravajuće kompanije, ali su tri domaće kompanije autorizovane za aktivno reosiguranje. Ukupna premija u GDP iznosi 2.9 % (u Evropskoj uniji je to oko 6%) od kojih je premija životnog osiguranja 0.8% (u evropskoj uniji je 3.1 %) i premija za ostale vidove osiguranja 2.1 % (u Evropskoj uniji je prosjek od 2.9 %) ¹⁹¹. U našim uslovima postoje dvije osiguravajuće kuće koje se bave osiguranjem: Lovćen osiguranje a.d. i Swiss osiguranje. Swis osiguranje je prvo strano ulaganja nastalo na ovim prostorima. Ova finansijska institucija sa 1 milionom dolara kapitala je nastala dokapitalizacijom i bavi se osiguranjem imovine i lica. Kampanija se javlja na tržištu u ulozi investitora u akcije jednog broja finansijskih institucija. Lovćen osiguranje je osiguravajuća kompanija koja se bavi: osiguranjem imovine i lica, pasivnim reosiguranjem i pružanjem drugih usluga usluga u osiguranju. Osnovni kapital društva iznosi 18.230.000 DEM i i njegova struktura je prikazana na sledećem grafiku:



Sl.10.5. Struktura kapitala Lovćen osiguranja ¹⁹²

Kao što se vidi u strukturi kapitala, koji je uplaćen u gotovom novcu, nalazi se i Triglav osiguranje iz Ljubljane kao strani partner. Obje osiguravajuće kuće mogu biti veoma značajan partner zajedničkim fondovima.

- **Investicione kompanije** - su finansijske institucije koje predstavljaju značajne učesnike na finansijskom tržištu. Njihova posrednička uloga se ogleda u prodaji akcija ili udjela s jedne i investiranjem u različite oblike aktive s druge strane. To podrazumijeva kompetentan menadžerski tim kompanije koji ulaže odloženu potrošnju svojih investitora, na najčešće duži rok uvažavajuća načela smanjenja i disperzije rizika. U pitanju su investitori koji ulažu manje sume sredstava očekujući značajne stope prinosa na dug kratak. Obirom da je o ovim kompanijama u različitim verzijama (kompanije na razvijenim finansijskim tržištima i u tranzitornim ekonomijama)

¹⁹¹ Isto

¹⁹² Statut Lovćen osiguranja
298

govoreno na prethodnim stranicama ovog rada to će se u nastavku naći još neke opservacije vezane za naše uslove.

Prilikom prethodnih analiza polazilo se od podjele učesnika na finansijskim tržištima na : (1) Centralnu monetarno-finansijsku instituciju (centralnu banku); (2) Depozitne institucije i (3) Nedepozitne institucije . Pri tome su nedepozitne institucije tretirane kao: (1) Ugovorne institucije i (2) Investicione institucije. Od značaja za ovu vrstu analize ostale je još jedna relevantna grupa institucija a tiče se čisto posredničkih institucija odnosno berzanskih posrednika. Radi se o institucijama brokersko -dilerskog tipa bez kojih je funkcionisanje finansijskog tržišta, prosto, nezamislivo. Bez namjere, da ulazimo, u dublju analizu poslovanja ovih institucija kao i podjele po raznovrsnim kriterijumima ukazujemo na razliku između brokerskih i dilerskih kuća. Brokери su berzanski institucije koje posreduju između kupaca i prodavaca i po tom osnovu ostvaruju proviziju. Finansijski instrumenti koji su predmet trgovine nijesu u njihovom vlasništvu a svaka kupoprodajna transakcija je efektivirana odgovarajućom provizijom. Dileri su berzanski posrednici koji kupuju i prodaju hartije od vrijednosti u svoje ime i za svoj račun. Njihova zarada se ogleda u razlici u cijeni hartija od vrijednosti čiji su vlasnici. Imajući u vidu njihovu ulogu može se reći da oni svojom funkcijom u jednom dijelu opredjeljuju dubinu (likvidnost) i širinu (vrstu i broj hartija od vrijednosti) finansijskih tržišta. Na našem finansijskom tržištu postoji nekoliko brokerskih kuća (Holder broker, Monteadria broker, CG broker, B&B diling) koje mogu biti dobar potencijal za obavljanje trgovine hartijama od vrijednosti. Prema pozitivnim pravnim propisima koji tretiraju ovu oblast za obavljanje poslova brokerske kuće potrebno je imati dva stalno zaposlena licencirana brokera i minimalan iznos novčanog dijela osnovnog kapitala u iznosu od 50.000 DEM, dok je za dilersku kuću osnivački cenzus u novčanom dijelu 250.000 DEM. Propisi koji regulišu ovu oblast tretiraju i dvije nove kategorije učesnika na finansijskim tržištima: (1) Investicione savjetnike i (2) Institucije koje se bave poslovima preuzimanja nove emisije hartija od vrijednosti u cilju prodaje u korist emitenta ili garantovanja emitentu da će neprodati dio preuzete emisije biti kupljen od strane preuzimaoca (underwriting). U prvom slučaju to mogu biti pravna ili fizička lica sa odgovarajućim novčanim cenzusom od 20.000 DEM i relevantnim stručnim referencama dok je cenzus za obavljanje poslova emisije 500.000 DEM. Ove dvije vrste institucija su značajne za razvoj industrije zajedničkih fondova jer bi bez njih ambijent u kome se provodi portfolio menadžment imao limitirajuće faktore u njihovom nepostojanju.

10.4. Postojeći fondovi - produkt procesa privatizacije

Postojeći fondovi su nastali, sa aspekta ove teme, usvajanjem zakona o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji. Tim zakonom je napravljena svojevrsna legalizacije procjene imovine preduzeća i simulacijom primarne emisije preduzeća su postala akcionarska društva. Sve učešće u strukturi kapitala dobili su zaposleni i tri državna fonda: (1) Fond za razvoj; (2) Fond penzionog i invalidskog osiguranja i (3) Zavod za zapošljavanje. Pored ovih akcionara u jednom broju preduzeća su se pojavile poslovne banke kao akcionari konvertujući svoja dugoročna potraživanja u akcije.

Fond za razvoj RCG je osnovan 1995. godine provođenjem procesa svojinske i upravljačke transformacije privrede Republike Crne Gore sa misijom podsticanja privrednog razvoja Republike Crne Gore kroz svojinsko, proizvodno i upravljačko prestrukturiranje, efikasnija upotreba kapitala, razvoj tržišta kapitala, razvoj znanja i inovacija, razvoj privatnog biznisa i podsticaj preduzetništva¹⁹³. Cilj poslovanja Fonda je privatizacija privrede u Crnoj Gori, podsticanje efikasnosti i uspješnog poslovanja

¹⁹³ Zakon o Fondu za razvoj Republike Crne Gore

preduzeća, stvaranje povoljnog ambijenta za investiranje domaćih i ino-partnera, integracija u međunarodne ekonomske i finansijske institucije, porast nacionalnog dohotka i životnog standarda građana Republike Crne Gore.

Fond ostvaruje priliv svojih sredstava po osnovu : (1) Kapitala koji je prenesen na Fond za razvoj RCG predstavlja u prosjeku 36% vlasništva svih transformisanih preduzeća u Crnoj Gori; (2) Prihoda ostvarenih od prodaje akcija na berzi kapitala i vanberzanskom tržištu; (3) Prihoda po osnovu plasmana kredita i finansijskih transakcija na tržištu novca; (4) Dividendi ostvarenih po osnovu vlasništva u preduzećima i (5) Ostalih izvora;

Proces transformacije u prvoj fazi treba da dovede do nominacije vlasnika društvenog kapitala sa konačnim ciljem da se izvrši privatizacija tog kapitala.

U postupku transformacije kapital preduzeća je prenesen na zaposlene i fondove u odgovarajućoj proporciji. Vlasnička struktura preduzeća nakon izvršene transformacije aproksimativno izgleda:

- Zaposleni..... 40%;
- Fondovi..... 60%;

Kapital preduzeća prenesen na Fondove (kao tranzitorne vlasnike) je podijeljen u sledećoj srazmjeri:

Fond za razvoj RCG 36%

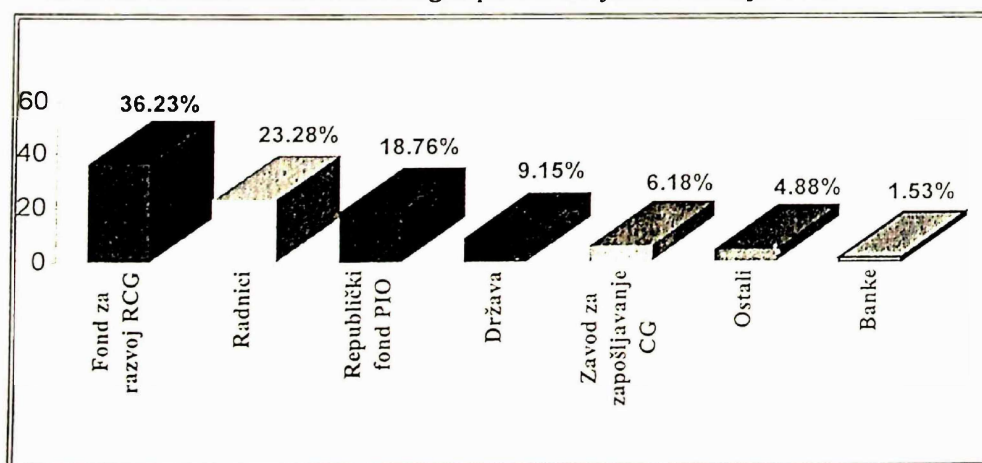
Republički Fond PIO..... 18%

Zavod za zapošljavanje RCG..... 6%.

Podaci o rezultatima procesa transformacije i dinamici kojom se ovaj proces odvija, govore da se proces nalazi u završnoj fazi. Izvršena je korporativizacija oko 96% kapitala i za očekivati je u najskorijem vremenu završi proces transformacije preostalog (netransformisanog) kapitala. Napominjemo da kapital javnih preduzeća (Elektroprivreda, PTT, Željeznica CG i komunalna infrastruktura) nije predviđen za svojinsku transformaciju po navedenom modelu već je vlasnik kapitala država Crna Gora.

U Crnoj Gori je ukupno transformisano 304 preduzeća. Procijenjena vrijednost kapitala ovih preduzeća iznosi 5.018.577.665,54 DEM. Kapital koji je prenesen na Fond za razvoj RCG iznosi 1.818.044.497,71 DEM ili 36,23%.

Vlasnička struktura transformisanog kapitala data je na sledećoj tabeli:



Sl. 10.6. Struktura transformisanog kapitala¹⁹⁴

¹⁹⁴ Informacioni sistem Fonda za razvoj RCG

Fond za razvoj RCG je jedan od nosilaca procesa privatizacije privrede u Crnoj Gori. U skladu sa Zakonom o privatizaciji, korišćeni su različiti modeli privatizacije i ostvareni sledeći rezultati:

- Fond za razvoj RCG, Fond PIO i Zavod za zapošljavanje su u proteklom periodu privatizovali 121 preduzeće;
- Vrijednost procijenjenog kapitala prenesenog na Fond za razvoj RCG iznosi 133,4 mil. DEM;
- Prodajna vrijednost akcija Fonda koja je ostvarena na tržištu iznosi oko 76,5 mil DEM;
- Fond je prodajom akcija ostvario prihod koji čini 57,34% od procijenjene vrijednosti;
- Akcije pet preduzeća su kupili ino-partneri, dok su akcije ostalih preduzeća kupovali domaći investitori (privatne kompanije i fizička lica).

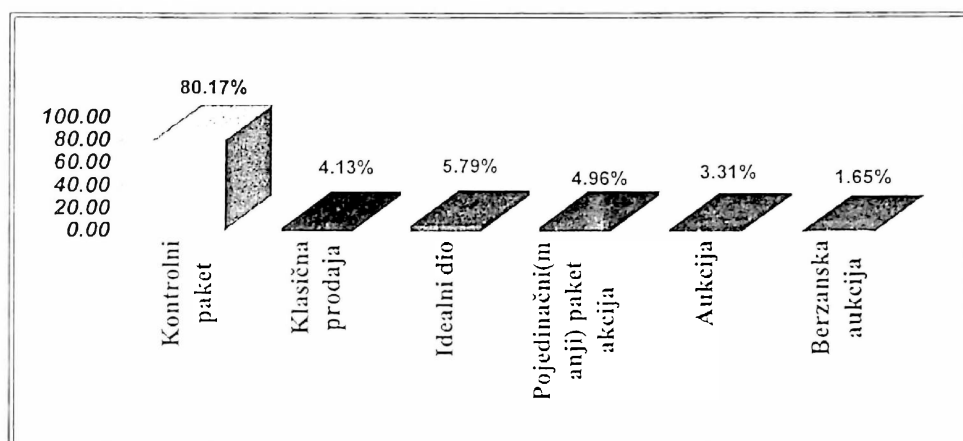
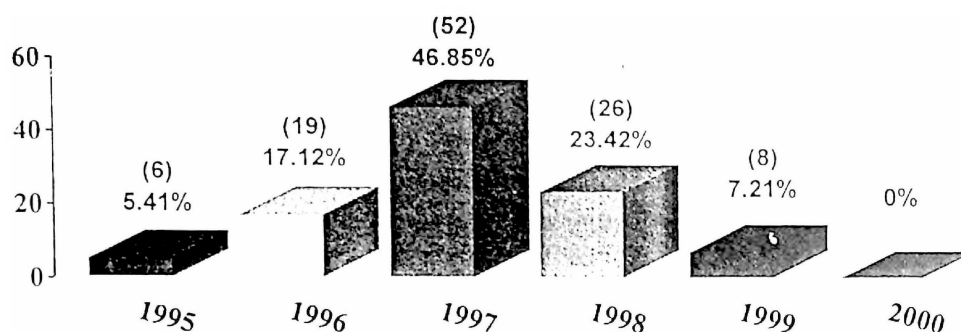


Tabela 10.7. Modeli privatizacije

Privatizacija u Crnoj Gori se, nakon početnog uzlaznog trenda, odvijala usporeno. U cilju ubrzanja procesa privatizacije, februara 1999. godine, Parlament Crne Gore je usvojio izmjene Zakona o privatizaciji. Zbog značaja i složenosti ovog projekta privatizacije promovisanog pomenutim izmjenama Zakona, uvedena je nova institucija – Savjet za privatizaciju. Osnovna uloga Savjeta je da u cilju efikasne realizacije projekta, vrši kontrolu i upravlja procesom privatizacije privrede Republike, da bi se ostvarili temeljni principi privatizacije: efikasnost, pravednost, brzina i transparentnost.



Sl. 10.8. Dinamika privatizacije 1995-2000.

Ostala dva Fonda u svom poslovanja imaju prilično pasivnu ulogu pa oni mogu biti interesantni kao dio vlasničke koalicije u upravljanju preduzećima. S druge strane obzirom na količinu kapitala kojim raspolažu od njih se može očekivati značajno učešće na tržištu kapitala.

Sa aspekta ovog rada može biti veoma interesantna uloga Fonda za razvoj u podsticanju preduzetništva. Fond je od svog osnivanja posredstvom kreditno-garantne šeme (investitor-banka-Fond) podržao 247 projekata malih i srednjih preduzeća i preduzetnika. Radi se o kreditima koji se plasiraju na period povraćaja od 4 godine pri čemu je grejs period do 1 godine. Ove kreditne aranžmane karakteriše diferencirana kamatna stopa zavisno od strukture djelatnosti (5 % - 7 %). Angažovana sredstva Fonda po ovom osnovu iznose 19 miliona DEM a su ukupno investiciono anagažovana sredstva 64.2 miliona DEM.

Konkursom Fonda bilo je predviđeno finansiranje realizacije investicionih programa akcionarskim odnosom. Međutim, u prethodnom periodu je realizovan samo jedan projekat na ovaj način i pored nesumnjivih prednosti koje on pruža. Osnovni razlog je nedovoljna edukovanost preduzetnika u poslovanju hartijama od vrijednosti, što je opet posljedica činjenice da u Crnoj Gori nije razvijeno tržište kapitala, odnosno da ono ne funkcioniše. Tehnologija finansiranja se komplikuje jer ovakvo ulaganje prati čitav niz dokumenata za čiju izradu je, imajući u vidu nivo znanja i u pravnoj struci u vezi tržišta kapitala, kvalifikovan mali broj konsultanata pravno-ekonomske struke. Pored toga, prisutna je navika preduzetnika da svoje ideje odnosno projekte realizuju uz pomoć kreditnih sredstava i da svoje vlasništvo ispoljavaju u apsolutnom iznosu. Akcionarstvo je za njih prilična nepoznanica koja ih kao takva, na određeni način, i udaljava od ovog modela finansiranja.

10.5. Modeli privatizacije u Crnoj Gori

Strategija privatizacije u Crnoj Gori je fundirana na nekoliko osnovnih privatizaciona modela:

- Masovna vaučerska privatizacija
- Prodaja akcija putem javnog tendera
- Ostali modeli privatizacije

10.5.1. Masovna vaučerska privatizacija

Izmjenama i dopunama Zakona o privatizaciji privrede (Sl. list RCG br. 6/99) utvrđeni su zakonski okviri za implementaciju programa masovne vaučerske privatizacije (MVP) kao jednog od osnovnih stratezijskih pravaca dalje privatizacije privrede u Crnoj Gori. Osnovni elementi programa MVP su:

- Svi građani sa navršених 18 godina života (zaključno sa 31.12.1998. godine) i koji imaju prebivalište na teritoriji Republike Crne Gore najmanje godinu dana prije ovog roka imaju pravo na privatizacione vaučere;
- Svi građani dobijaju isti broj vaučera;
- Akcije iz portfelja Fonda za razvoj RCG su opredjeljene za program MVP;
- Dio akcija velikih državnih sistema je, takode, opredjeljen za program MVP;
- Privatizacioni vaučeri će biti dematerijalizovani;
- Privatizacioni vaučeri su neprenosivi osim na članove porodice i privatizacione fondove

Cilj masovne vaučerske privatizacije je, pored značajnog ubrzanja procesa privatizacije privrede i prenošenja svojinskih prava sa fondova i države na građane i privatne investicione fondove, i podsticanje razvoja tržišta kapitala i finansijskih institucija. Fond za razvoj RCG će ponuditi građanima akcije svih preduzeća iz svog potfolia ukupne vrijednosti oko 1,2 milijardi DEM, što znači da će, zajedno sa akcijama velikih državnih sistema (Elektroprivreda, PTT, Željeznica i dr.), ukupno za program MVP biti opredjeljen kapital nominalne vrijednosti oko 2,5 milijardi DEM. Ovaj projekat bi trebalo prema projekcijama njegovih kreatora da bude izveden u roku od 36 nedjelja. Vaučeri nemaju novčanu nominaciju, već će biti izraženi u poenima. (vrijednost jednog poena je jednaka 1 DEM procijenjene vrijednosti kapitala preduzeća). Takodje, primjenjivati će se princip dematerijalizacije tj. građani neće fizički dobijati vaučere, ali će nakon obavljene kupovine akcija građani dobiti pismeni dokaz o vlasništvu nad akcijama.

Građani će biti u mogućnosti da sami biraju akcije koje će kupovati (formiranje "sopstvenog portfolia") i to na dva načina:

- a) Direktnom kupovinom akcije nekog preduzeća (postaje srazmjerni vlasnik preduzeća);
- b) Kupovinom akcija nekog privatizacionog investicionog fonda (PIF) koji će dalje tim vaučerima kupovati akcije preduzeća (građanin postaje vlasnik PIF-a, a preko njega vlasnik preduzeća).

Sam postupak zamjene vaučera za akcije će se obaviti na jednoj aukciji (u jednom talasu) i utemeljen je na principu ravnoteže između agregatne ponude (vrijednost akcija) i tražnje (vrijednost vaučera). Informacije o preduzećima će biti svima dostupne prije aukcije u vidu informativnih brošura i građani će sami donijeti odluku gdje i koliko da ulože. Shodno toj odluci, iz aukcije svako će izaći sa različitom vrijednošću akcija.

10.5.2. Tenderska privatizacija

Predmet tenderske prodaje biće akcije Fonda za razvoj RCG, Republičkog fonda PIO i Zavoda za zapošljavanje RCG u transformisanim preduzećima koja su Planom privatizacije predviđena za prodaju domaćim i inostranim strateškim investitorima. Pripremu sprovodi Tenderska komisija koju imenuje Savjet za privatizaciju. Priprema obuhvata: a) Izbor pravnog i finansijskog savjetnika na osnovu posebnog međunarodnog tendera i b) Pripremu tenderske dokumentacije: (1) Informativni memorandum; (2) Pismo o namjerama; (3) Uslovi i preporuke za pripremu ponuda; (4) Tekst oglasa; (5) Sistem za ocjenu ponuda; (6) Aplikacije za prijavu na tender i (7) Nacrt ugovora o prodaji. c) Javno objavljivanje poziva za podnošenje ponuda za učešće na tender, koji sadrži: (1) Firmu i matični broj preduzeća; (2) Prezime podataka o preduzeću; (3) Ukupnu vrijednost kapitala preduzeća i vlasničku strukturu kapitala; (4) Broj akcija i vrijednost kapitala koji se prodaje; (5) Vrijeme i način obilaska preduzeća i provjeru podataka i (6) Rokove važenja tendera.

Tender sa objavljuje u najmanje jednom dnevnom listu a za velika i javna preduzeća u međunarodnoj štampi (Financijal Times, International Herald Tribunal, Wall Street Journal) kao i na Internetu.

10.5.3. Ostali modeli privatizacije

Osim prethodno navedenih modela Zakon predviđa i alternativne modele u cilju definisanja procesa kao cjeline. Time se omogućava akterima privatizacije izbor optimalnih modela i kontinuitet procesa. Pored primjene dva osnovna modela privatizacije (MVP i tenderska prodaja), privatizacija će se vršiti i sledećim metodama:

- Upis novih akcija putem dokapitalizacije;
- prodaja manjih paketa akcija putem aukcije i na Montenegroberzi;
- Prodaja poslovne aktive preduzeća;
- Zajedničko ulaganje (Joint venture);
- Zamjena duga za akcije.

10.5.4. Privatizacija primjenom »batch sale« modela

Prodaja akcija metodom "Batch sale" predstavlja kombinaciju metoda prodaje akcija i dokapitalizacije. Postupak se provodi uz ubranu proceduru tenderske prodaje uz mogućnost angažovanja jednog savjetnika za više preduzeća. Zavisno od procjene ukupne ekonomske situacije, prije svega tražnje za akcijama i inicijativa iz preduzeća, shodno Planu privatizacije, fondovi i Agencija za prestrukturiranje privrede i strana ulaganja uz saglasnost Savjeta za privatizaciju, mogu donijeti odluku o prodaji akcija pojedinih preduzeća, koja su na spisku za privatizaciju namijenjenih privatizaciji primjenom ovog modela. Upravo potpuna javnost i transparentnost ovog procesa predstavlja osoben kvalitet i čini se nužnim za njegovu implementaciju. Ostvarivanje principa zakonitosti i potpune javnosti u postupku privatizacije po ovom metodu zasniva se na prethodno precizno uređenoj proceduri privatizacije u postupku prodaje putem javnog tendera. Prodaja akcija putem javnog tendera je opšte prihvaćen metod prodaje u zemljama u tranziciji Centralne i Istočne Evrope (Mađarska, Poljska, Češka, Slovenija...).

Sam pojam dokapitalizacije uvijek se, dakle, odnosi na uvećanje kapitala preduzeća koje može biti u različitim vrijednosnim oblicima (novac, oprema, nekretnine, roba i dr.).

Ulog kao dokapitalizacija može se koristiti za razne poslovne namjene preduzeća (uvodenje nove proizvodno-tehnološke linije, povećanje osnovnih sredstava oprema, građevinski objekti i sl. povećanje obrtnih sredstava, izmirenje obaveza, i dr.).

Dokapitalizacija podrazumijeva ulaganje koji nije kreditnog karaktera već ima karakter vlasničkog odnosa. Zavisno od oblika preduzeća investitor koji vrši dokapitalizaciju dobija odgovarajući broj akcija preduzeća odnosno udjela. Po pravilu takav ulagač postaje suvlasnik preduzeća tj. akcionar i po tom vlasničkom odnosu može imati prava kao i ostali akcionari (vlasnici udjela), a mogu se definisati i posebna prava koje njegove akcije (udjeli) mogu imati.

Dokapitalizacijom se uvećava kapital za vrijednost ulaganja čime se mijenja struktura kapitala i relativni odnosi postojećih vlasnika. Prilikom primjene ovog modela treba imati u vidu da ukoliko se dokapitalizacijom vrši preuzimanje upravljačke kontrole većinski akcionar ne može ugroziti vlasnička prava manjinskih vlasnika.

Medutim, ukoliko je dio kapitala društva kapitala rezervisan (shodno Planu privatizacije) za MVP, odnosno dio kapitala privatizovan – akcije radnika, primjenom metoda dokapitalizacije preostali dio kapitala društva može se privatizovati davanjem mogućnosti stranim i domaćim pravnim i fizičkim licima, odnosno menadžerskoj strukturi.

"BATCH SALE" je privatizacija kumulacijom metoda prodaje akcija i dokapitalizacije. Sam pojam izvorno označava masovnu prodaju (serijsku prodaju), a ipak se koristi u međunarodnom pravu i za označavanje oblika privatizacije.

Osnovne karakteristike ovog oblika privatizacije su: *kombinacija metoda prodaje akcija i dokapitalizacije*. Pogodan je oblik zato što pruža mogućnost kombinacije metoda prema uslovima na tržišta i pribavljanje dodatnog kapitala putem dokapitalizacije, čime se obezbjeđuju sredstva za razvoj. Ovaj model čuva osnovni smisao privatizacije koji se ogleda u angažovanju dodatnog kapitala za razvojne programe kompanije s jedne strane, i pruža mogućnost da te programe realizuju ekspertske, menadžerske strukture iz tog preduzeća i van njega, s druge strane.

Drugim riječima, angažovanjem potrebnog kapitala za tekuću proizvodnju i razvojne programe čiji je rezultat proizvod i usluga pozicioniran na tržištu i siguran izvor profita kroz specijalizovani menadžment koji rukovodi kompanijom optimalno je moguće sjediniti u ovom obliku privatizacije, u punoj njenoj transparentnosti. Inače u razvijenoj tržišnoj ekonomiji je poznato da vlasnici kapitala (akcionari, udioničari) obezbjeđuju uspjeh kompanije i profit, prije svega, izborom efikasnog menadžmenta. Stoga, znanje i sposobnost odnosno umijeće menadžera usmjerava kompaniju tržišnoj privredi. Dakle, u ovoj kombinaciji modela privatizacije osiguran je razvoj i progres svih elemenata proizvodnog procesa, odnosno ostvarivanja stalne dobiti kao cilja poslovanja korporacije.

10.5.5. Aukcija – kao model prodaje akcija

Sa aspekta ovog rada može biti veoma interesantan model prodaje akcija putem aukcije. On tretira prodaju akcija najčešće poslovno-kontraverznih preduzeća (preduzeća koja su prodana po modelu tzv. kontrolnog paketa a sa kupcem su državni fondovi raskinuli ugovor, preduzeća na koja nije bilo moguće primijeniti bilo koji drugi model ...).

Prodaja akcija se odvija na način što se ponuda akcija učini javnom objavljivanjem u časopisima dnevnog karaktera i putem interneta. Potencijalni kupci imaju mogućnost da se upoznaju sa poslovanjem preduzeća uvidom u informativni memorandum koji sadrži podatke o stanju ekonomskog subjekta čije su akcije predmet prodaje (status osnovnih sredstava, obaveze prema : dobavljačima, poslovnim bankama, državi, zaposlenima, potraživanja, dobitak / gubitak i ostale relevantne podatke ...) Sam čin aukcije provodi

Komisija imenovana od strane savjeta za privatizaciju po tehnologiji koja je propisana. Aukcija može da bude : (1) Redovna aukcija (prodaja akcija povećanjem početne cijene) i (2) Specijalna aukcija (koja omogućava sniženje cijene koje ne može da bude veće od 10% i može se kretati do visine uplaćenog depozita što iznosi 5 % početne cijene akcija).

Kako je riječ o modelu koji je veoma transparentan i sa aspekta pružanja jednkilih šansi svim potencijalnim učesnicima veoma prihvatljiv, to je neophodno ustanoviti prodaju akcija na način kako se to uobičava u savremenom svijetu. Sadašnja tehnologija prodaje je simulacija tržišta kapitala koja se zbog ukupnih okolnosti u kojima se provodi proces privatizacije može izvrnuti u svoju suprotnost. (kupci ne moraju prodavati akcije stečene ovim modelom već pristupaju likvidaciji preduzeća izmirujući njegove obaveze a akcije nijesu predmet sekundarne trgovine)

10.6. Pretpostavke za uspostavljanje zajedničkih fondova u našim uslovima

Da bi investicioni fondovi počeli da funkcionišu u našim uslovima potrebno je da se obezbijede odgovarajuće pretpostavke kako ne bi došlo do vulgarizacije institucija i samog modela. Kao što je poznato opšteprihvatljivih i univerzalno primjenljivih rješenja, jednostavno, nema. S toga bi svaka implementacija već viđenog modela mogla da poprими karakter, medicinskim rječnikom kazano, transplatacije organa ili dijela tijela koji postojeći organizam izuzetno malo ili uopšte ne prihvata.

Kada je riječ o pretpostavkama za funkcionisanje zajedničkih fondova u našim uslovima potrebno je od imati u vidu tri sledeće klasifikacije:

- Opšte (generalne) pretpostavke;
- Specifične pretpostavke;
- Ostale pretpostavke;

U opšte (generalne) pretpostavke spadaju:

1. **Makroekonomski ambijent** - u kome se osnivaju u funkcionišu zajednički fondovi. Ambijent mora biti tako profilisan da garantuje potpunu stabilnost ekonomskog sistema jer je u najvećem broju slučajeva u pitanju ulaganje na duži vremenski period. Ili pak za slučaj da dolazi do promjena u ekonomskoj sveri mora biti poznata tehnologija promjena koja ne može iznenaditi učesnike na finansijskim tržištima. Naročito su bitni elementi koji se odnose na monetarno-kreditni i fiskalni podsistem. U našim uslovima je uvođenjem njemačke marke kao obračunskog i sredstva plaćanja izbjegnuta dosadašnja neizvjesnost kada je valuta u pitanju. Međutim, ono što zabrinjava, sa aspekta poslovanja hartijama od vrijednosti je nestabilnost cijena. Ulaganja ovakvog tipa podrazumijevaju cjenovnu stabilnost pa ekonomije koje imaju proinflatorno poslovanja ne mogu računati sa značajnijim efektima. Kamatne stope najčešće svojom visinom prate stopu inflacije i počinje dejstvovati interakcijska veza između stopa rasta cijena i kamatnih stopa. Tada rizik postaje kategorija koju je teško objektivizirati i iz objektivizacije izvesti ekonomske konsekvence koje proces investiranja čine smislenom. Pored toga, neophodne je u uslovima u kojima bitiše naša ekonomija napraviti fiskalni sistem koji je stimulativan i za emitenta i za investitora. Vjerovatno u početnom periodu treba dizajnirati sistem koji u sebi sadrži izvjesna oslobodanja i značajne poreske olakšice kojim bi bile pospješene investicione šeme poput zajedničkih fondova. Posebno treba osmisliti ohrabrujući poreski ambijent zbog individualnih ulaganja jer je značajna količina sredstava u posjedu fizičkih lica.
2. **Pravna sigurnost** – podrazumijeva potpuno i do kraja korektno izgrađen pravni sistem. To, u ovom slučaju, znači jasno definisanje procedura i tehnologija emisije hartija od vrijednosti i veoma strogo definisana pravila ponašanja učesnika na finansijskim tržištima. Pravni ambijent mora biti osmišljen tako da bude stimulativan, s

jedne strane i istovremeno, restriktivan da sprečava sve potencijalne zloupotrebe. Treba podsjetiti da građani, na ovim prostorima imaju veoma negativna iskustva iz bliže i dalje prošlosti sa privatnim bankama i štedno-kreditnim institucijama »piramidalnog« karaktera kao i starom deviznom štednjom. S druge, strane danas je na sceni sistem koji do te mjere štiti dužnika da se postavlja pitanje ima li smisla sa aspekta povjerilaca ulaziti u finansijske aranžmane. Kako je riječ o materiji koja predstavlja novitet za ove finansijske prostore to je, uz izvjesnu dozu pozitivne fleksibilnosti, nužno uspostaviti sistem koji je efikasan i koji ne dozvoljava improvizacije.

3. **Politička stabilnost** – je pretpostavka na koju se sudbinski oslanjaju prethodne dvije pretpostavke. Ona podrazumijeva stabilan politički ambijent u kome se funkcionišu finansijska tržišta. Poznata je vrsta i karakter političkog rizika koji prati poslovanje hartijama od vrijednosti i njegov uticaj na obim i vrijednost transakcija. S toga je uvijek i svuda potrebno u što kraćem roku stabilizovati politički ambijent i napraviti modernu, kompetentnu vladu eksperata čiji će osnovni cilj biti ne da vlada, već da obezbjeđuje stimulativan ambijent za sve ekonomske subjekte. Jer kao što je poznato »najbolja je ona vlada koja najmanje vlada«.

Specifične pretpostavke se odnose na naše prilike i karakterišu ih:

1. **Privatizacija** – kao proces, sa aspekta ovog rada, nosi sa sobom uspostavljanje institucija i identifikaciju materijala potrebnog za funkcionisanje finansijskog tržišta. Između intenziviranje procesa privatizacije i rasta i razvoja finansijskog tržišta postoji direktna proporcionalnost. Kako se u našim uslovima proces privatizacije odvija usporenom dinamikom to i finansijsko tržište raste mnogo sporije nego što bi to objektivno trebalo. Identifikacijom svojine stiču se pretpostavke za funkcionisanje državne i privatne svojine a samim tim i uvećava mogućnost za ustanovljenje efikasnog portfolio menadžmenta. S tim u vezi je i pojava finansijskih institucija koje, po prirodi svoje djelatnosti, omogućavaju ekonomski aktivno vlasništvo, što da sada nije bio slučaj.
2. **Hartije od vrijednosti** – nastale procesom privatizacije ili emisijama po raznim osnovama (novooosnovane akcionarske kompanije, konverzija duga u ulog, dokapitalizacija i dr.) omogućavaju razvoj novih finansijskih institucija poput zajedničkih fondova. Naročito se ovo odnosi na implemenatciju sekundarnog tržišta kapitala čiji razvoj je neminovnost u našim uslovima.
3. **Razvoj malih i srednjih preduzeća** – postaje pored deklarativne podrške i konkretna strategija privrednog rasta i razvoja. Na ovom planu se očekuje povoljnija investiciona klima koja će favorizovati ulaganje akcionarskim odnosom a postepeno stavljati u drugi plan kreditne aranžmane kratkoročnog i dugoročnog karaktera kao jedine oblike finansijske podrške preduzetništvu. Tu smisao svog postojanja nalazi i venče kapital.
4. **Država i jedinice lokalne uprave** – bi mogle postati značajnim faktorom finansijskog tržišta pod uslovom da »birokratski automatizam« kreditno-depozitnog nadomiještanja dinamičkog nesklada budžetskog priliva i odliva bude zamijenjen emisijom i trgovanjem relevantnih hartija. Pored toga, na ovaj način je moguće alimentirati i izgradnju značajnih infrastrukturnih i drugih projekata na državnom i lokalnom nivou.
5. **Obezbjeđenje kvalitetnih računovodstveno-revizionih standarda** – podrazumijeva kvalitativno drugačiji sistem računovodstvenih standarda koji će istinito i pravovremeno iskazivati položaj preduzeća sa aspekta imovine i efikasnosti poslovanja. Dakle, sistem koji će apstrahovati »računovodstveno - finansijske žongleraje« koje kompaniju prikazuju u drugačijem svijetlu dovodeći potencijalne

investitore u zabludu. Računovodstveni iskazi ekonomskih subjekata treba da budu profesionalno oditovani poštovanjem revizorskih načela i etičkog kodeksa.

6. **Način izvještavanja, sistem praćenja i obrade podataka i rejting institucije** – obezbjeđuju da pravovremene poslovne informacije, kvalitetno obrađene i na korektan način interpretirane, omogućavaju donošenje racionalnih investicionih odluka. Berzanski indeksi kao odjelotvorenje relevantnih informacija i baza podataka vezanih za poslovanje na finansijskom tržištu omogućavaju promptna saznanja subjektima koji ih koriste. Posebnu funkciju bi, bliskoj budućnosti, mogle imati rejting institucije koje prate poslovanje kompanija i institucija čije će se hartije naći na finansijskom tržištu.

Ostale pretpostavke za funcionisanje zajedničkih fondova u našim uslovima su:

1. **Postojanje personalnog odnosno kompanijskog plana ulaganja** – za svakog ekonomskog subjekta (bilo da je riječ o pojedincu ili kompaniji) podrazumijeva alokaciju svoje imovine u bilo kom obliku se ona nalazila. Ako se uzme u obzir vremenska dimenzija fenomena ulaganja onda je to ostvarenje određenih ciljeva uz uvažavanje ročne strukture raspoloživih sredstava. Treba naglasiti da je planiranje veoma bitan faktor kako na ličnom planu svakog pojedinca tako i za kompaniju i svaki njen segment.
2. **Pozitivna razlika između imovine i obaveza** – kao razlike između onoga čime pojedinac ili kompanija raspolaže i onoga što su njihove obaveze, pri čemu uvijek treba imati u vidu »tvrdo budžetsko ograničenje«. U našim uslovima to podrazumijeva podizanje životnog standarda i povraćaj instituta štednje za fizička lica i povećanje efikasnosti poslovanja za kompanije no i izdvajanja sredstava namijenjenih novim investicionim poduhvatima.
3. **Edukacija na svim nivoima** – podrazumijeva pravu kampanju u smislu sticanja opštih i specifičnih znanja i vještina o značaju instrumenata mehanizama finansijskih tržišta. Ciljnu grupu predstavljaju najširi slojevi stanovništva sa akcentom kampanje specijalne ciljne grupe poput : zaposlenih u finansijskim institucijama, državnoj odnosno administraciji lokalne uprave, menadžmentu i vlasnicima kompanija i individualnim investitorima. Edukacija mora da ima povremeni i periodični karakter održavanjem kurseva, seminara, permanentne inovacije znanja i dr.
4. **Promjena sistema vrijednosti i načina razmišljanja** – koja treba da doprinese logici da je odložena potrošnja namijenja nekim budućim benefitima. To će svoj puni smisao doživjeti u vremenu kada treba da dođe do integralne privatizacije u zdravstvu, obrazovanju, penzionom sistemu, komunalnoj sveri i dr. Tada ulaganja na dugi rok preuzimaju dominaciju nad kratkoročnim ciljevima pa individualni investitori uz stimulativnu poresku politiku i širok spektar potencijalnih hartija od vrijednosti dugoročnog karaktera, pokušavaju sebi obezbijediti satisfakciju u bližoj ili daljoj budućnosti.
5. **Puna informisanost svih potencijalnih subjekata i javnosti** – obezbjeđuje sistem jednakih šansi za sve učesnike na finansijskim tržištima. Obzirom da sada, na ovom planu, vlada gotovo potpuno odsustvo relevantnih informacija za širu javnost to je neophodno obezbijediti i »medijskom agresijom« spoznaju fenomena vezanih za funkcionisanje finansijskog tržišta. Potrebno je podsjetiti da u većini zemalja u tranziciji postoje specijalizovani finansijski časopisi koji prate dnevno i periodično ovu oblast, a većina dnevnih glasila ima u svom sadržaju stranu sa informacijama dobijenih sa finansijskih tržišta. Slično je sa specijalizovanim televizijskim emisijama a ustanovljenjem izvjesnih finansijsko-informativnih servisa pruža se mogućnost

zainteresovanim subjektima da apsorbuju informacije koje ih mogu podstaći na donošenje određene investicione odluke.

10.7. Pravna regulativa relevantna za funkcionisanje zajedničkih fondova

Pravni ambijent u kome se uspostavljaju i posluju zajednički fondovi je od izuzetnog značaja za sve subjekte koji se pojavljuju na finansijskom tržištu. Obzirom da je riječ o finansijskim institucijama koje tek treba da dobiju "pravo građanstva" u integralnom smislu, to je neophodno konsultovati uporedne pravne regulative i uz odgovarajuće modifikacije, koje uvažavaju naše specifičnosti, implementirati prihvatljiva rješenja i modele. Kada je u pitanju pravni okvir koji tretira ovu materiju u Crnoj Gori treba je sagledavati kao : (1) Posrednu pravnu regulativu i (2) Neposrednu pravnu regulativu.

U prvom slučaju radi se o paketu pravnih propisa (Zakoni i podzakonski akti: uredbe, uputstva, preporuke ...) koji uobličavaju poslovanje: Centralne banke i poslovnih banaka, Komisije za hartije od vrijednosti, Centralne depozitarne agencije, Paket privatizacionih propisa (Zakon o privatizaciji i prateće uredbe), Zakon o Fondu za razvoj i dr. Pravna regulativa koja se odnosi na poslovanje centralne banke je takvog karaktera da predviđa funkcionisanje centralne banke u skladu sa pozitivnim iskustvima koji tretiraju ovu oblast sa izuzetkom u dijelu oduzimanja emisije funkcije (kao što je poznato njemačka marka je obračunsko i sredstvo plaćanja u Crnoj Gori).

Zakon o hartijama od vrijednosti¹⁹⁵ tretira: (1) Pojam, dematerijalizaciju i registrovanje hartija od vrijednosti; (2) Djelokrug rada Komisije za hartije od vrijednosti; (3) Tehnologiju emisije hartija od vrijednosti sa akcentom na javnu ponudu; (4) Tržište hartija od vrijednosti sa ovlašćenim učesnicima; (5) Poslovanje hartijama od vrijednosti; (6) Kliring, saldiranje i registraciju hartija o vrijednosti; (7) Djelokrug rada Centralne depozitarne agencije; (8) Informisanost, kontrolu i istraživanje tržišta i (9) Zloupotrebe na tržištu hartija od vrijednosti;

Komisija za hartije od vrijednosti je najznačajnija institucija za uspostavljanje i funkcionisanje finansijskih tržišta u Crnoj Gori. Osnovana je sa ciljem: (1) Regulisanja emisije hartija od vrijednosti, posebno emisije koja se vrši putem javne ponude i poslovanja sa tim hartijama; (2) Stvaranja poštenog, efikasnog i transparentnog tržišta hartija od vrijednosti; (3) Zaštite investitora u hartije od vrijednosti i smanjenja sistemskog rizika; (4) Vršnja nadzorne funkcije kontrolom pravnih lica kojima izdaje dozvole za rad: berzi, ovlašćenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti, Centralne depozitarne agencije i kolektivnih investicionih šema u skladu sa posebnim zakonom; (5) Kontrole emitenata hartija od vrijednosti i kupaca hartija u pogledu njihovog poslovanja sa hartijama od vrijednosti i (6) Informisanje i komunikacija sa javnošću. Od Komisije se očekuje potpuna primjena propisa, stručnost i kompetentnost kako bi se izbjegle sve potencijalne neregularnosti na finansijskim tržištima i obezbijedila puna zaštita investitora. Vjerovatno su kreatori regulative trebali imati na umu značaj Komisije s jedne i visok stepen needukovanosti i nepovjerenja šire javnosti s druge strane pa je njen djelokrug poslova morao imati karakter i snagu posebnog zakona.

Veoma važna institucija za obavljanje poslova na i u vezi sa finansijskim tržištima je Centralna depozitarna agencija koja obavlja sledeće poslove: (1) Registrovanje dematerijalizovanih hartija od vrijednosti; (2) Poslove kliringa i saldiranja sklopljenih transakcija sa tim hartijama i (3) Druge poslove u vezi sa dematerijalizovanim hartijama od vrijednosti. Komisija za hartije od vrijednosti izdaje dozvolu za rad Centralnoj depozitarnoj agenciji a u cilju zaštite investitora i posebna uputstva u vezi sa načinom poslovanja.

¹⁹⁵ Službeni list Republike Crne Gore br. 59 decembar 2000 god.

Ponudjeni zakonski pristup otvara pitanje regulacije tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrijednosti. (novčano tržište) Treba reći da poslovanje na finansijskom tržištu kratkoročnim finansijskim instrumentima (žirni novac i kratkoročne hartije od vrijednosti) i nadzor nad učesnicima u uporednoj zakonskoj regulativi ne podliježe ingerencijama Komisije za hartije od vrijednosti. Tehnologiju poslovanja kratkoročnim finansijskim instrumentima i uređivanje odnosa na novčanom tržištu u razvijenim finansijskim sistemima je u nadležnosti centralne banke. Razlozi za ovakve opservacije leže u činjenici da savremenu i efikasnu monetarnu politiku nije moguće voditi bez likvidnog tržišta, na kome centralna banka i država, emitujući sopstvene hartije od vrijednosti daju snažan impuls razvoju i stabilnosti ovog tržišta.

Zakon o privatizaciji i primjena modela masovne vaučerske privatizacije je omogućio uspostavljanje i implementaciju menadžerskih kompanija i privatizacionih fondova u Crnoj Gori. Privatizacioni fond ¹⁹⁶ mogu osnivati i njime upravljati specijalizovana privatna menadžment preduzeća (menadžment preduzeća) koja ispune uslove u skladu sa zakonom i uredbom. Menadžment preduzeća se osnivaju kao akcionarska društva. Privatizacioni fond se osniva radi očuvanja i uvećanja vrijednosti imovine unesene u privatizacioni fond putem vaučera. Privatizacioni fond se osniva radi:

- 1) Kupovine i prodaje akcija preduzeća koja su privatizovana na osnovu programa masovne vaučerske privatizacije;
- 2) Zaštite prava akcionara u upravljanju i rukovodenju preduzećima;
- 3) Podsticanja preduzeća u portfelju privatizacionog fonda da učine razuman napor da izađu sa svojim akcijama na berzu, odnosno da svoje akcije ponude na bilo kojoj relevantnoj berzi ili vanberzanskom tržištu.

Na taj način je omogućeno pozitivnim propisima osnivanje privatizacionih fondova o kojima će kasnije biti više riječi.

Za razliku od njih, zajednički fondovi se osnivaju u cilju upravljanja portfolijom postojećih hartija od vrijednosti uz disperziju rizika bez obzira, u načelu, na vrstu emitenta i period povraćaja. Za ovu vrstu institucija sada ne postoji zakonska regulativa i biće je potrebno donijeti u narednom periodu. Kako se radi o novim institucijama na finansijskom tržištu koje služe kolektivnom investiranju otvara se mnoštvo nepoznanica koje je potrebno prethodno razjasniti. Efikasan pravni okvir za uređivanje materije vezane za uspostavljanje i konstituisanje zajedničkih fondova podrazumijeva izuzetno prisustvo javnosti i rigidnu kontrolnu funkciju države kako bi se izbjegle šeme koje vode »finansijskim iluzijama« i obmani investitora. Uporedne analize i iskustva zemalja sa razvijenim finansijskim tržištima ukazuju na to da ne postoji univerzalna formula za implementaciju modela zajedničkih fondova. Imajući u vidu da se finansijska tržišta permanentno razvijaju i brzo mijenjaju od izuzetnog je značaja fleksibilno postavljen pravni okvir koji pravovremeno reaguje na ambijentalne promjene, namjere portfolio menadžera, ciljeve emitenata i satisfakcije investitora. Postoje veoma oprečna mišljenja, o tome, da li treba da se obzirom na uslove privredivanja i ranu fazu razvoja finansijskih tržišta pristupiti implementaciji teorijskih i zakonskih modela zajedničkih fondova. Zagovornici odlaganja primjene ovih rješenja svoje stavove argumentuju primjerima nekih zemalja koje su u ranoj fazi razvoja finansijskog tržišta dozvolile osnivanje investicionih kompanija otvorenog tipa. U ekonomijama tih zemalja bilo je pojava finansijskih kriza koje su najčešće poništavale početne pozitivne efekte i stabilizovanje finansijskog tržišta. Obzirom da se radi o »finansijskim šemama« koje svoju misiju mogu, uz adekvatnu regulativu, ostvarivati u svim ekonomijama u kojima postoji »kritična masa« hartija od vrijednosti to je potrebno uvažiti vremensku dimenziju prilikom implementaciji ovog modela i nakon obezbjeđenja

¹⁹⁶ Uredba o privatizacionim fondovima i specijalizovanim menadžment preduzećima

pretpostavki, napisanih na pretnodnim stranicama ovog rada, pristupiti implementaciji modela.

10.8. Privatizacioni fondovi u Crnoj Gori – mogućnost implementacije

Privatizacioni fondovi nastaju kao proizvod realizacije modela masovne vaučerske privatizacije. Oni su izraz koncentracije privatizacionih prava građana »konvertovanih« u specijalizovana znanja i vještine portfolio menadžera. Opredjeljenje za realizaciju modela masovne privatizacije omogućava uspostavljanje novih učesnika na finansijskim tržištima.

Uloga posebnih privatizacionih fondova kao pravnih lica, čiji je način osnivanja i poslovanja ureden Zakonom o privatizaciji privrede i odgovarajućom Uredbom Vlade RCG¹⁹⁷, je da će privatizacioni investicioni fondovi (PIF-ovi) biti nosioci procesa privatizacije privrede Republike Crne Gore. PIF-ovi se osnivaju radi: (1) Kupovine i prodaje akcija preduzeća iz programa MVP, vaučerima koji su na njih preneseni; (2) Razmjene akcija preduzeća koja su portfelju fonda za akcije preduzeća u portfelju drugih fondova; (3) Diverzifikacija portfelja kupovinom akcija većeg broja preduzeća u različitim djelatnostima; (4) Zaštite prava akcionara u upravljanju i rukovođenju tim preduzećima; (5) Podsticaja dalje privatizacije ovih preduzeća u cilju izlaska na berzu ili vanberzu;

Nadzor nad radom privatizacionih fondova vrši Savjet za privatizaciju do organizovanja privatizacionih fondova kao investicionih fondova. U uporednim zakonodavstvima je to ili Komisija za hartije od vrijednosti ili Ministarstvo finansija. Privatizacioni fondovi u zamjenu za privatizacione vaučere izdaju "investicione jedinice" (udjele) vlasnicima privatizacionih vaučera. Treba imati u vidu da se »investicione jedinice« izdaju u nematerijalnom obliku. Vlasnici ne mogu vršiti prenos "investicionih jedinica" do organizovanja privatizacionog fonda u investicioni fond, osim nasljedivanjem. Vlasnici vaučera upisuju primarni i alternativni privatizacioni fond i zavisno od toga da li će primarni fond sakupiti minimalni nivo upisa (50 miliona poena) pristupa se preraspodjeli na sledeći fond koji je ispunio cenzus. Savjet za privatizaciju ima ključnu ulogu u procesu implementacije privatizacionih fondova jer: (1) Izdaje dozvole menadžment preduzeću za osnivanje privatizacionog fonda; (2) Vršiti nadzor nad radom menadžment preduzeća; (3) Imenuje članove nadzornog odbora privatizacionog fonda ili daje saglasnost na izbor članova nadzornog odbora; (4) Razmatra prigovore i sugestije vlasnika investicionih jedinica privatizacionih fondova i (5) Utvrđuje sankcije i penale ili zabranjuje rad menadžment preduzeću, odnosno privatizacionom fondu, u slučaju neispunjavanja uslova utvrdjenih dozvolom ili kršenja zakona. Osnovni akt kojim se regulišu pravila poslovanja privatizacionog fonda jeste njegov statut koji posebno akcentira: (1) Sastav i djelokrug rada Nadzornog odbora; (2) Tehnologiju transfera investicionih jedinica i (3) Sadržaj ugovora o upravljanju menadžment preduzeća privatizacionim fondom.

Privatizacioni fondovi moraju učiniti svoj izvještaj o poslovanju javnim i oditovati ga od strane za to ovlašćene revizorske kuće. Privatizacioni fondovi učestvuju u procesu aukcije programa MVP kupovinom akcija preduzeća koje su predmet MVP, vaučerima koji su na njih preneseni.

Kao i u svim uporednim pravnim ambijentima na poslovanje privatizacionih fondova se odnose sledeća ograničenja: (1) Kupovanje samo akcija preduzeća i udjela u preduzećima koja se privatizuju u procesu MVP; (2) Posjedovanje najviše 51% akcija sa pravom glasa u kapitalu bilo kojeg preduzeća pojedinačno (osim kao rezultata početne aukcije MVP); (3) Najviše 10% ukupnog investicionog kapitala mogu uložiti u bilo koje

¹⁹⁷ Vidjeti više u Uredbi o privatizacionim fondovima i specializovanim menadžment preduzećima

pojedinačno preduzeće (osim kao rezultat početne aukcije MVP) i (4) Preduzimanje aktivnosti da preduzeća čije se akcije nalaze u njegovom portfoliju isplaćuju dividende svojim akcionarima, osim ukoliko u slučaju konkretnog preduzeća postoji relativno likvidno tržište za njegove akcije, te ukoliko takvo preduzeće ima dovoljan profit da finansira raspodjelu profita nakon pokrića drugih neophodnih troškova i potreba za obrtnim kapitalom.

Privatizacioni fond će do organizovanja u investicioni fond vršiti godišnju procjenu akcija preduzeća u svom portfelju na bazi uputstva koje će izdati nadležne državne institucije (Savjet za privatizaciju i Ministarstvo finansija). Privatizacioni fond može da se organizuje kao investicioni fond godinu dana nakon završetka postupka aukcije. Da bi se registrovala menadžment kompanija potrebno je obezbijediti relevantno iskustvo iz ove oblasti, prospekt i poslovni plan privatizacionog fonda kao i uplaćeni akcijski kapital od 250 000 DEM. Prilikom reklamiranja mogućnosti ulaganja u privatizacioni fond menadžment preduzeće ne smije iznositi neosnovane tvrdnje o perspektivama ulaganja, niti objavljivati bilo kakave materijale koji sadrže neistinite informacije ili informacije kojima se može obmanuti javnost.

Menadžerska kompanija ostvaruje naknadu odnosno proviziju za upravljanje privatizacionim fondom. Visina naknade, odnosno provizije određuje se menadžerskim ugovorom uz poštovanje sljedećih principa:

- a) Tokom prve finansijske godine rada privatizacionog fonda, menadžerska kompanija naplaćuje putem specijalnih "investicionih jedinica" do 5% od vrijednosti ukupnih "investicionih jedinica" u portfelju investicionog fonda;
- b) Druge i sljedećih finansijskih godina rada privatizacionog fonda menadžerska kompanija može da naplati u novcu do 3% prosječne vrijednosti portfelja za tu godinu.

Konverzijom privatizacionog fonda u investicioni fond sa akcionarskim kapitalom, specijalne "investicione jedinice" postaju obične dionice u investicionom fondu sa svim pravima koja pripadaju akcionarima fonda, saglasno zakonu.

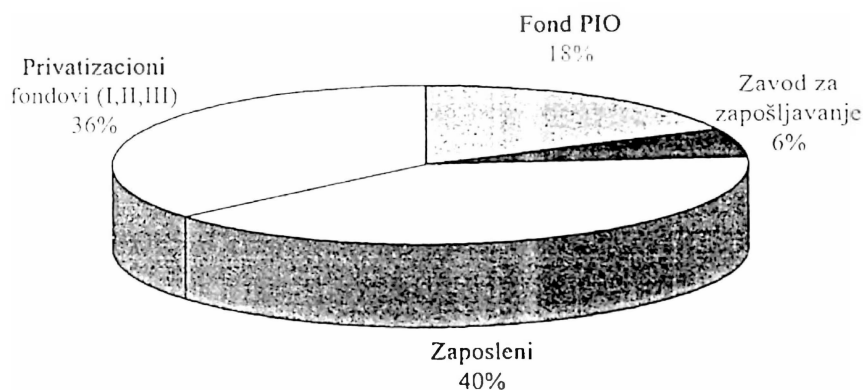
Imajući u vidu količinu opredijeljenog kapitala za masovnu vaučersku privatizaciju za očekivati je, bez obzira na relativno korektan cenzus, za njihovo osnivanje ne bude veliki broj menadžment kompanija za upravljanje privatizacionim fondovima. (Za sada postoji osnovana samo Atlas mont a.d.) Međutim i taj broj fondova koji bude prisutan u sledećoj postprivatizacionoj etapi će biti smanjen na njih nekoliko. Obzirom na budući broj privatizacionih fondova neće biti moguće uspostaviti uslovnu podjelu na velike i male sa aspekta privatizacione strategije.

Pored toga je nerealno očekivati da glavni izvor prihoda privatizacionih fondova bude dividenda. U proteklom periodu je svega, za poslednjih 5 godina, desetak preduzeća isplatilo dividendu. To govori da se među preduzećima koja su opredijeljena za masovnu vaučersku privatizaciju nalazi ne mali broj »poslovno kontraverznih preduzeća«, pa se od njih ne može ni očekivati efikasno poslovanje sa pozitivnim finansijskim efektima. S toga će privatizacioni fondovi biti prinudeni da prodaju akcije iz portfelja u cilju konsolidacije svojih rashoda koji se odnose na : (1) Isplatu dividende makar i u minimalnom iznosu u cilju održavanja povjerenja investitora; (2) Pokrivanje tekućih troškova fonda od kojih se najveći dio u prvoj poslovnoj godini odnosi na marketing kampanju prikupljanja vaučera i (3) Promjenu strukture portfolija kupovinom akcija novih preduzeća ili povećanjem učešće u strukturi postojećih.

Dolazeći u posjed udjela privatizacionog fonda građani (vlasnici vaučera) dobijaju minimalni proporcionalni udio u diverzifikovanom portfoliju. Vrijednost akcija kompanije u portfelju fonda fluktuiru protokom vremena. Pojedinačne investicije u akcije određene kompanije nose sa sobom veći rizik nego ulaganje u udjele privatizacionog fonda. U

dužem vremenskom intervalu struktura portfelja fonda “pegla” periodične promjene vrijednosti akcija pojedinih kompanija. Menadžeri koji upravljaju fondovskim portfeljima posjeduju relevantne informacije i prognoze o budućim kretanjima na tržištu kapitala. U našim uslovima će ovo biti izuzetno značajno jer je prošao relativno dug period od utvrđivanja nominalne vrijednosti akcija koja je najčešće bila “naduvana”. S toga će njihova tržišna vrijednost u znatnoj mjeri odstupati od vrijednosti uspostavljene procjenom. Uvažavajući iskustva zemalja u tranziciji kada su u pitanju osnivači menadžerskih kompanija treba reći da se u jednom broju njih u ovoj ulozi našao ne mali broj banaka. Pored toga, vlasnici vaučera su imali nešto veći stepen povjerenja u ove kompanije jer su one, obzirom na relacije koje po prirodi posla imaju banka – preduzeće, posjedovale kvalitetne informacije o svakom ekonomskom subjektu koji predmet masovne vaučerske privatizacije. U našim uslovima bi ovo moglo da bude “kamen spoticanja” za provođenje čitavog procesa. U većini slučajeva naše banke su u vlasništvu preduzeća koja su istovremeno i najveći dužnici. Kad bi se sada one ili kompanije čiji su one osnivači (razna bankarska i parabankarska preduzeća) pojavile ulozi osnivača menadžerskih kompanija proces bi postao značajno složeniji. S toga treba u primjeni propisa koji tretiraju ovu oblast rigidnom implementacijom spriječiti ovakve pojave.

Ako se napravi analiza strukture vlasništva preduzeća nakon provedene masovne privatizacije onda ona u prosječnom preduzeću izgleda kao na narednoj slici:



Sl.10.9. Struktura kapitala preduzeća nakon MVP

Kao što se vidi sa slike ne postoji subjekat u strukturi akcionara koji može samostalno upravljati preduzećem. Kakvo je sada stanje stvari ostala državna dva fonda (Fond PIO i Zavod za zapošljavanje), bez obzira što su bez prava glasa, nemaju namjeru svoje akcije vaučerizovati. S toga će pravljenje vlasničkih koalicija biti neminovno u cilju efikasnog upravljanja preduzećima.

Efikasnije upravljanje se može vršiti u procesu masovne vaučerske privatizacije na dva načina: (1) Direktno upravljanje i (2) Indirektno upravljanje. Direktno upravljanje se vrši postavljanjem i kontrolom upravljačkih struktura u preduzećima u kojima je privatizacioni fond vlasnik i tu se najčešće javlja tzv. »agencijski problem« tj. nemogućnost upravljanja velikim brojem preduzeća. Pojavljuje se »pasivno vlasništvo« koje veoma podsjeća na pasivnu vlasničku funkciju državnih fondova. Pored toga, nerijetko će dolazi do konflikta ciljeva i interesa državnih i privatizacionih fondova iz razloga što ovi drugi pokušavaju učiniti korporativno upravljanje efikasnijim. Uporedna iskustva ukazuju na značaj baze podataka kojom moraju raspolagati menadžerske

kompanije u cilju pokušaja obezbjeđenja efikasnog portfolija fonda. Ove informacije se mogu podijeliti na : (1) »Tvrde informacije« i (2) »Meke informacije«. »Tvrde informacije« podrazumijevaju formiranje portfelja na bazi : bilansa iz prošlosti, informacija o strateškim razvojnim ciljevima, predviđanja poslovne politike u budućnosti, dividendnoj politici, menadžmentu i sl. »Meke informacije« se mogu podvesti pod kategoriju »insajd informacija« i odnose se na podatke koje se kompaniji mogu obezbijediti samo od zaposlenih, uprave i poslovnih partnera na osnovu čega se formira mišljenje o njenim kvalitetima. Neki slovenački fondovi iz ovih razloga postavljaju direktore sektora (oblasti) kako bi menadžment kompaniji bili obezbijeđeni relevantni podaci za odlučivanje o strukturi portfelja.

Uvažavajući iskustva zemalja u tranziciji koje su provodile ovaj model, stiče se utisak da masovna vaučerska privatizacija nije uspjela da obezbijedi disciplinovanje korporativne uprave. Malo i nedovoljno razvijeno tržište kapitala sa disperziranim vlasništvom onemogućava tradicionalne mehanizme korporativne kontrole. Strategija upravljanja privatizacionim fondovima može biti bazirana na : (1) Redovnom upravljanju (fond je bez uticaja na upravljanje); (2) Standardnom upravljanju (fond raspolaže sa 25% kapitala) i (3) Aktivnom upravljanju (fond posjeduje više od 25% kapitala i od izuzetnog je uticaja);

Indirektno upravljanje podrazumijeva upravljanje portfeljom hartija od vrijednosti. Tada se već otvara pitanje transformacije privatizacionih u investicione fondove i njihov izlazak na tržište kapitala. Tu je do kraja potrebno propisati tehnologiju i dinamiku kako se ovaj proces ne bi izvrnuo u svoju suprotnost. U našim uslovima je data mogućnost relativno kratkog roka sa dosta široko definisanom tehnologijom koja mora biti proceduralno propisana. S toga će dopuna pravne regulative ovdje biti nužna i neminovna. To se odnosi kako na mogućnosti razmjene akcija između privatizacionih fondova u cilju konsolidacije portfelja i koncentracije vlasništva tako i na mogućnost spajanja dva fonda ili prekomponovanja kapitala jednog fonda na dva ili više njih.

Posebnu pažnju zaslužuje sadržaj prospekta privatizacionog fonda. Prospekt treba da sadrži relevantne podatke koji istinito prikazuju privatizacioni fond. On mora prema prema pozitivnim iskustvima prikazivati objektivno sledeće: menadžment kompaniju sa relevantnom strukturom akcionara, reference menadžmeta preduzeća za upravljanje, naziv i sjedište privatizacionog fonda, vrste akcija, prava iz akcija, nominalnu i ukupnu vrijednost akcija, mjesto na kome se kotiraju akcije privatizacionog fonda, godišnju proviziju, politiku dividendi, investicionu politiku u smislu aktivnog ili pasivnog vlasništva, investicione ciljeve, mjesto na kome se mogu dobiti prospekt i druge informacije o poslovanju fonda, podatke o članovima nadzornog odbora i direktoru privatizacionog fonda, podatke o sredstvima, knjigovodstvenu vrijednost akcije, auditovan bilans i dr.

Na kraju ovih opservacija o privatizacionim fondovima treba realno sagledati fenomen menadžerske provizije koji je značajan za funkcionisanje ovih institucija. Za proviziju se može reći da je kao i svim zemljama u tranziciji mnogo veća nego u razvijenim ekonomijama u kojima funkcionišu zajednički fondovi. Međutim, realnost njenih izvora mora biti objektivizirana kako likvidnost menadžerske kompanije ne bilo ugroženo.

Privatizacioni fondovi mogu doživjeti svoju punu afirmaciju ako se model masovne vaučerske privatizacije provede u najkraćem roku. Za slučaj da do odlaganja dođe, objektivno se pojavljuje dilema da li ga treba i provoditi. Protokom vremena državni fondovi su postali objektivna »kočnica« procesa privatizacije s jedne a kapital preduzeća se obezvrijedio do te mjere da neće postojati tražnja, s druge strane. S toga faktor vrijeme koji je izuzetno relevantan u ekonomiji u ovom procesu ima veću dodatnu specifičnu težinu.

U gotovo svim zemljama u tranziciji se redosljed razvoja na finansijskim tržištima odvija u smjeru od novčanog tržišta ka tržištu kapitala. Novčano tržište karakterišu kratkoročni finansijski instrumenti čiji je rok dospijeca do jedne godine. Hartije od vrijednosti na ovom tržištu su sa rokom dospijeca do jedne godine i konvertuju se veoma jednostavno i brzo. Obzirom da je u našim uslovima odnedavno prisutna stabilna valuta time se stiče jedna od pretpostavki za uspostavljanje novčanog tržišta. Pored toga treba imati u vidu količinu novca u opticaju na sivom tržištu, novac na računima pravnih lica i instrumentarij kredita i depozita koji koriste poslovne banke. Sve su to potencijalni izvori na osnovu kojih je moguće implementirati odgovarajuće instrumente novčanog tržišta. Stabilna valuta podrazumijeva i stabilnost kamatnih stopa na ovom tržištu i uopšte uslova na tržištu. U posljednjih pet godina na našem novčanom tržištu trgovalo se izuzetno malim brojem instrumenata kratkoročnog karaktera. Radilo se uglavnom o komercijalnim zapisima, obveznicama poslovnih banaka i obveznicama narodne banke. Ovaj segment finansijskog tržišta je izuzetno pogodan za regulisanje novčane mase pa se centralna banka njime veoma rado služi »operišući na otvorenom tržištu«. Emitujući hartije sa odgovarajućim kamatama centralna banka povlači novac iz optica i koriguje kamatnu stopu na tržištu ili izaziva suprotan efekat otkupljući hartije od vrijednosti. Narodna banka se javlja u ulozi organizatora, regulatora i kontrolora finansijskih transakcija na tržištu novca. Njena uloga je pored »operacija na otvorenom tržištu« veoma važna i kod eskontne politike i politike minimalnih rezervi.

U našim uslovima je moguće uspostaviti širok spektar hartija od vrijednosti kratkoročnog karaktera. Ovom prilikom navešćemo neke od relevantnih instrumenata novčanog tržišta koji bi svojim funkcionisanjem doprinijeli njegovoj efikasnosti i istovremeno omogućili širi portfolio potencijalnim fondovima tržišta novca. Tu se prije svega misli na punu afirmaciju postojećih hartija od vrijednosti kratkoročnog karaktera: (1) Blagajničkih zapisa (čiji su emitenti: nacionalna banka, banke i druge finansijske institucije i državne / lokalne organizacije; (2) Certifikata o depozitu (koje emituju banke i druge finansijske institucije na bazi primljenih depozita) i (3) Komercijalnih zapisa (čiji su emitenti sva pravna lica koja na taj način dolaze do kratkoročnih novčanih sredstava);

Tehnologija emisije i registracija kratkoročnih hartija od vrijednosti je može biti u nadležnosti Centralne banke ili Komisije za hartije od vrijednosti. Pored ovih hartija u našim uslovima je moguće ustanoviti i neke kratkoročne hartije od vrijednosti koje su stekle afirmaciju na razvijenim novčanim tržištima poput: (1) Trezorskih hartija – kojima se premošćava vremenski nesklad između budžetskih prihoda i rashoda; (2) Vladinih obveznica – kojim se djeluje namjenskom emisijom na prikupljanje slobodnih novčanih sredstava sa svrhom realizacije projektovanih ciljeva Vlade; (3) Obveznica lokalne uprave – koje omogućavaju lokalnoj vlasti da realizuju svoje ciljeve a da pri tom ne bude narušena budžetska ravnoteža – što može biti posebno primjenljivo na jedinici lokalne uprave kod kojih je važna »sezonska komponenta« budžeta; (4) Bankarskih akcepata – su mjenice banke, koje su, na osnovu prethodnog aranžmana sa komitentom, vučene na banku koja je tu mjenicu akceptirala. Banka preuzima obavezu da sumu na koju glasi mjenica isplati na dan dospjeca pri čemu je ova obaveza postala predmet trgovanja; (5) Ugovor o reotkupu hartija – što predstavlja kupoprodaju hartija na termin najčešće na rok od tri mjeseca; (6) Obveznica po videnju – koje se kreiraju u cilju povećanja ponude kratkoročnih hartija od vrijednosti i najčešće se vezuju za lokalnu upravu.

Fondovi tržišta novca u našim uslovima treba da posjeduju visoko- kvalitetne instrumente koji realizuju projektovane investicione ciljeve. Njihov rizik bi morao biti izuzetno kako zbog kvaliteta hartija tako i prihvatljivih kamatnih stopa koje na kratak rok

štite kapital. Posebno je značajan poreski tretman ovih fondova. Poreske olakšice i oslobođenja bi ove institucije posredničkog karaktera stavile u privilegovan položaj u odnosu na ostali kreditno-depozitni instrumentarij koji proizvodi značajne troškove. (osim troškova platnog prometa tu su i troškovi obrade kreditnog zahtjeva, puštanje kredita u tečaj i dr.) Osim uobičajenih servisa koje zajednički fondovi pružaju fondovi tržišta novca su odličan izvor likvidnosti zbog njihove neto sadašnje vrijednosti. Fondovi tržišta novca bi mogli omogućiti uvođenje novca u legalne tokove i istovremeno ponuditi privilegiju pisanih čekova sa odgovarajućim cenzusom. Za njih se uobičajava prodaja bez prethodnog opterećenja, što ih čini posebno atraktivnim za investitore. Pored toga, njihov prinos fluktuirao sa kratkoročnim stopama i dospijecem hartija od vrijednosti tržišta novca pa može biti reinvestiran po tekućim stopama. Ove stope variraju sa promjenom stope inflacije ali se ne pojavljuju kao protivteža rizika kupovne moći. Početne kratkoročne stope su obično niže od dugoročnih stopa, pa bi fondovi tržišta novca mogli biti korišćeni kao izvori likvidnosti sa većim povraćajem dobiti od akcionarskih i obvezničkih fondova.

Zavisno od strukture portfolija fonda i njegovih investicionih ciljeva moguće je da se u našim uslovima pojave različite vrste fondova tržišta novca. To mogu biti i kombinacije preovlađujuće hartije od vrijednosti u portfoliju i strategije rasta fonda. S toga su potencijalne vrste fondova tržišta novca na našem finansijskom tržištu: (1) Agresivno rastući fondovi; (2) Rastući fondovi; (3) Uravnoteženi fondovi; (4) Obveznički fondovi tržišta novca; (5) Fondovi sa trezorskim hartijama od vrijednosti; (6) Fondovi sa obveznicama lokalnih uprava; (7) Fondovi u kojima preovladavaju blagajnički zapisi / certifikati o depozitu / komercijalni zapisi ili njihova kombinacija u odgovarajućoj proporciji; (8) Fondovi sa bankarskim akceptima i dr.

10.10. Kako uspostaviti zajedničke fondove u Crnoj Gori

Prednosti zajedničkih fondova, kako u tržišno orjentisanim ekonomijama tako i onima u tranziciji, koje se ogledaju u fleksibilnosti, profesionalnom upravljanju, portfolio diverzifikaciji kao i nemogućnost bankarskog sektora da obezbijedi satisfakciju klijentima u dijelu smanjenja rizika i neizvjesnosti uslovile su pojavu novih institucija koje su (u razvijenim tržišnim ekonomijama a na putu su i u zemljama u tranziciji) izdržale probu vremena. Njihova funkcionalna komparativna prednost ogleda se u portfolio diverzifikaciji. Pored toga, njihova atraktivnost se uvećava činjenicom da gubici nastali ulaganjem u neke hartije gotovo uvijek bivaju kompenzovani a nerijetko i premašeni profitom po osnovu drugih hartija od vrijednosti akcija iz portfelja. Obim i intenzitet njihovog razvoja u nekoliko poslednjih decenija ih favorizuje kao najpogodniji oblik mobilacije odložene potrošnje najširih slojeva investitora. Investicioni fondovi nijesu jedini mehanizam za kolektivno investiranje, ali njihova misija da individualni i institucionalni investitori, mali i veliki, edukovani i oni drugi dobiju priliku da investiraju pod određenim uslovima obezbjeđuje im komparativnu prednost u odnosu na ostale učesnike. U zemljama u tranziciji sazrijeva svijest o potrebi investiranja standardnih mehanizama i putem direktnih pisama, a poslednjih nekoliko godina i putem interneta. Jednostavna procedura investiranja, maksimalno uprošćena tehnologija promjene ročne strukture sredstava (ulaganja novca u akcije fonda i obrnuto njihova konverzija u gotov novac) i nizak limit investiranja (može biti i ispod 1 000 dolara) opredjeljuje domaćinstva kao najšire slojeve investitor za ovaj vid ulaganja. Zajednički fondovi stiču sredstva kroz: (1) Prihod na hartije od vrijednosti koji drže u portfelju i (2) Kapitalnu dobit tih hartija od vrijednosti. Osim toga, poreski tretman je poseban motiv za ulaganje u zajedničke fondove iz razloga što su poreskim oslobođenjima i olakšicama obuhvaćeni i zajednički fondovi i akcionari. Pri tome treba imati u vidu da se radi o ulaganjima na duži vremenski period što tek treba da

zaživi u našim uslovima Benefiti koje pored poreskih relaksacija omogućavaju ulaganje u zajedničke fondove odnose se na : (1) Korektnu informisanost investitora; (2) Brz i efikasan transfer; (3) Automatsko investiranje i reinvestiranje; (4) Penzioni plan; (5) Sistematski plan povlačenja; (6) Privilegiju pisanja čekova i dr.

Da bi fondovi počeli da funkcionišu u našim uslovima, pored prethodno navedenih pretpostavki, potrebno je do kraja korektno propisati zakonsku regulativu. Od institucija koje značajno opredjeljuju poslovanje fondova treba naglasiti ulogu i značaj Komisije za hartije od vrijednosti. Ona ima u gotovo svim uporednim zakonodavstvima veoma izraženu kontrolnu i nadzornu funkciju. Postojeća zakonska regulativa se pokazuje nedovoljnom za operacionalizaciju poslovanja zajedničkih fondova pa je stoga treba ili dopunjavati ili donijeti novu koja će tretirati ovu oblast. Obzirom na značaj fenomena i institucija za razvoj finansijskih tržišta optimalnije bi bilo donijeti, nakon ispunjenja pretpostavki, Zakon o investicionim fondovima i menadžerskim kompanijama. Ovaj zakon bi trebao da reguliše sledeće: (1) Ciljeve osnivanja fondova i menadžerskih kompanija; (2) Tehnologiju osnivanja menadžerskih kompanija; (3) Njen osnovni kapital i organe; (4) Evidentiranje ulaganja; (5) Principe poslovanja i pravni promet; (6) Definisane imovine menadžerske kompanije i imovine fonda; (7) Troškove i menadžersku proviziju; (8) Definisane ugovara depozitara; (9) Minimalni kapital fonda; (10) Pravila o upravljanju; (11) Sadržaj prospekta; (12) Limitirajuće iznose ulaganja u pojedine hartije od vrijednosti i hartije od vrijednosti jednog emitenta (disperzija rizika); (13) Uplata udjela i tehnologiju njihove isplate; (14) Bilans stanja, bilans uspjeha i njihova revizija; (15) Postupak prestanka zajedničkog fonda (16) Reference i uslove da bi lice bilo investicioni savjetnik ili portfolio menadžer i dr. Pojava novih finansijskih institucija ovakvog tipa podrazumijeva rigidnu zakonsku regulativu koja će onemogućiti bilo kakve improvizacije. S toga se od kreatora regulative očekuje da precizno definiše ambijent, preventivnu i represivnu funkciju nadležne državne institucije kako se ne bi desilo da ulagači budu obmanuti.

Posebno značajan dokument koji tretira javnu ponudu udjela zajedničkog fonda je njegov prospekt. Prospekt mora biti dostupan javnosti na dan početka javne ponude i to se čini njegovim objavljivanjem u javnom i specijalizovanom finansijskom glasilu. Prije objavljivanja u javnosti prospekt mora biti odobren od strane Komisije za hartije od vrijednosti a nerijetko se dostavlja članovima berze i nacionalnoj banci. Prospekt mora biti veoma aktuelan te sadržati validne i istinite sledeće podatke o : menadžment kompaniji, zajedničkom fondu, pravima iz udjela, minimalnom iznosu čiste vrijednosti sredstava zajedničkog fonda, visini provizije za uplatu i isplatu udjela, godišnjoj proviziji menadžerske kompanije, politici reinvestiranja dobiti, investicionoj politici (aktivno ili pasivno upravljanje naložima), investicionoj usmjerenosti (regionalna, sektorska i prema vrsti hartije od vrijednosti), datumu otpočinjanja zajedničkog fonda, upisna mjesta, nazivu i sjedištu pravnog lica zaduženog za organizaciju, pripremu i prodaju udjela zajedničkog fonda, nazivu depozitara i njegovom sjedištu, banci preko koje se obavljaju poslovi platnog prometa, nazivu i sjedištu revizorske kuće, poreskim obavezama fonda i vlasnika udjela, strukturi portfelja, bilansu stanja i bilansu uspjeha, licima odgovornim za izdavanje prospekta. Svaka od ovih stavki mora biti detaljno opisana sa analitikom koja je razumljiva svakom potencijalnom ulagaču bez reklame koja može dovesti do pogrešnog investiranja. S toga bi u našim uslovima trebalo skrenuti pažnju na sadržaj ovog dokumenta bez koga je nemoguće obezbijediti potencijalne klijente. Prospekt bi se u cjelini ili u skraćenoj verziji trebao nalaziti na internetu.

Da bi se u našim uslovima mogla očekivati značajniji pomaci u razvoju finansijskih tržišta neophodno je u što kraćem uspostaviti »kritičnu masu« dugoročnih hartija koje bi se našle na tržištu kapitala. Tu se prije svega misli na postojeće akcije nastale procesom transformacije (akcije transformisanih preduzeća) bilo da su u vlasništvu insajdera

(zaposlenih i menadžmenta) ili fondova, koje su su prodavale i prodaju od strane različitih institucija. (fondovi, komisija za aukciju i sl.) Obzirom da postoji kompletna infrastruktura za funkcionisanje tržišta kapitala to je samo stvar kreatora i onih koji implementiraju različite finansijske modele da li će se ova neminovnost još odlagati. Treba posjetiti da je od otpočinjanja procesa privatizacije prošlo gotovo jedna decenija a da se simboličan broj akcija našao na tržištu kapitala. Pored hartija nastalih procesom svojinske i upravljačke transformacije na ovom tržištu bi se mogle naći akcije koje su vlasništvu kupaca kontrolnog paketa koje su u potpunosti otplaćene kao i akcije fondova koje preostanu nakon raskida ugovora o prodaji većinskog kapitala preduzeća. Ovo nijesu beznačajni iznosi akcija da bi se tako lako zanemarivali sa aspekta likvidnosti tržišta. Prigovor koji se odnosi na njihovo izlaganje tržišnim zakonitostima, da bi zbog velike ponude i neadekvatne tražnje cijene veoma brzo klizile na dolje, može se relativizirati činjenicom da se sada prodaju akcije kompanija koje su predmet aukcije po gotovo »likvidacionoj vrijednosti«. S druge strane potencijalni investitori bi dnevnom kotacijom mogli da spoznaju prave vrijednosti akcija preduzeća koje su najvećem broju slučajeva precijenjene. Ovaj proces bi se mogao iskoristiti za konsolidaciju portfelja preduzeća od strane strateških investitora koji bi posredstvom novih ulaganja mogli poslovanje preduzeća učiniti efikasnijim.

Pored akcija nastalih na ovaj način, na tržištu kapitala bi se mogle naći akcije poslovnih banaka i osiguravajućih društava. Prema sadašnjem stanju stvari ove akcije se nađu na primarnom tržištu i tu se najčešće poslovanje sa njima završava. Akcije jednog broja poslovnih banaka a naročito osiguravajućih društava se veoma kvalitetne pa bi se sasvim izvjesno, mogle naći na sekundarnom tržištu. Obzirom da se radi o kompanijama koje u svom poslovanju bilježe stabilan rast to bi se moglo očekivati da investitori u ove hartije ostvaruju prinos od kapitala i kapitalnu dobit. Pored ovih finansijskih institucija na strani ponude bi se mogle naći akcije: berzanskih posrednika, konsultantskih agencija i dr. U našim uslovima kredit oduvijek osnovni način finansiranja nekog investicionog poduhvata. Imajući u vidu iskustva u zemljama kojima se nastoji približiti naša ekonomija to opredjeljenje se zamjenjuje emisijskom akcijom. S toga se očekuje da u periodu koji dolazi sve veći broj poduhvata bude finansiran akcionarskim odnosom bilo da je riječ o finansijskim institucijama ili o pojedinačnim partnerima. To podrazumijeva učešće više subjekata koji iz tog aranžmana očekuju profit. Kako su akcije izložene tržišnim zakonitostima tako su svi partneri dnevno upoznati sa valorizacijom svoga ulaganja i imaju mogućnost da promptno napuste biznis kada procijene da je njihov dalji opstanak neracionalan a da ne prave fizičku podjelu imovine.

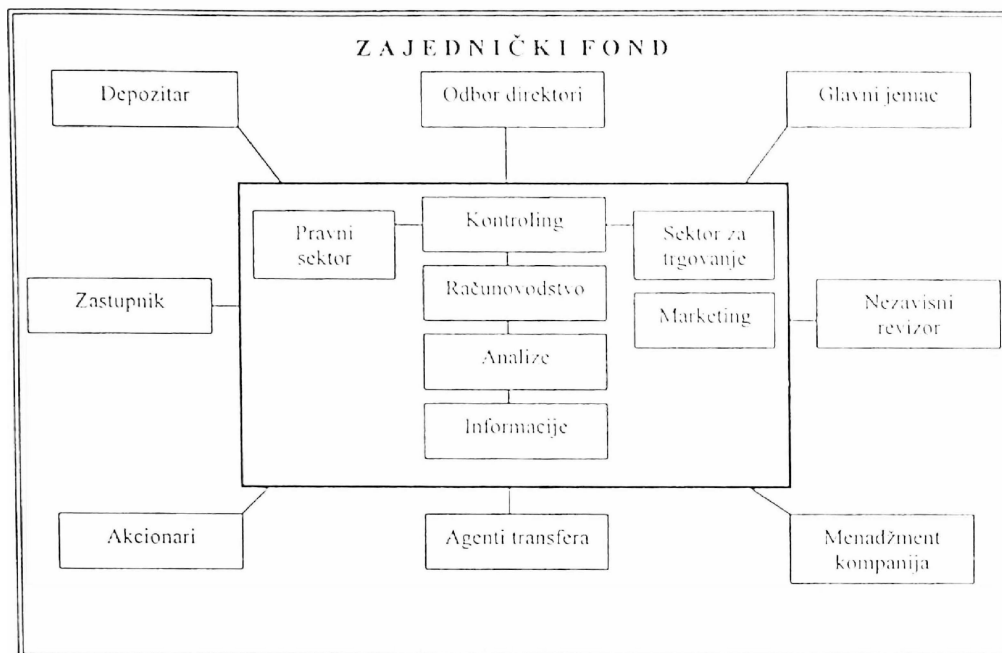
Obveznice su hartije od vrijednosti koja je izuzetno malo eksploatisane na ovim prostorima. Ove dužničke instrumente je moguće učiniti upotrebljivim ukoliko im se obezbijedi pravo mjesto i uloga. S toga ih je poželjno sagledavati sa stanovišta tipa emitenta: (1) Kompanijske obveznice; (2) Vladine obveznice; (3) Obveznice lokalne uprave i (4) Inostrane obveznice. Svaka od ovih obveznica može imati upotrebnu vrijednost u našim uslovima. Tako se kompanijske obveznice mogu emitovati razne vrste preduzeća u cilju finansiranja svojih dugoročnih poslovnih poduhvata (elektroprivreda, telekomunikacije, morsko dobro, željenica, obnova šumskog fonda i sl.). Vladine obveznice su namijenjene finansiranju vladinih strateških projekata koje nemoguće finansirati tekućim budžetskim prilivima. Lokalna uprava nerijetko ulazi u finansiranje projekata ili infrastrukturnog karaktera ili pak škola, vrtića, bolnica a da pri tom ova mogućnost finansiranja nije realno sagledana. Konačno, inostrane obveznice bi podrazumijevale domaće investitore koji namjeraju očuvati vrijednost svog kapitala ulažući u hartije inostranih emitenata. Reforma penzionog sistema podrazumijeva privatne penzione fondove čije bi se hartije od vrijednosti mogle naći u portfelju zajedničkih

fondova. Pored ovih obveznica, bilo bi od značaja osmisliti i dvije sledeće specifične vrste obveznica: obveznice namijenjeni saturaciji (tzv. »stare devizne štednje« i obveznice čiji bi emitent bi Fond za restituciju (institucija od koje bi se očekivalo da kroz hartije od vrijednosti čiji je garant država nadomjesti oduzetu i neadekvatno plaćenu imovinu pravnim i fizičkim licima u prošlosti).

Jedan posebni korpus hartija koji bi mogao, pod određenim uslovima, da nađe svoju primjenu u ovom ekonomskom ambijentu su hipotekarne založnice. U poslednje se vrijeme značajno uvećala količina nekretnina kojima raspolažu građani i kompanije. Pored toga uvećao se broj i kapital preduzeća koji se bave gradnjom stambenih i stambeno-poslovnih objekata i njihovim prometom. S druge strane, postoji značajan broj kreditnih aranžmana koji je pokriven odgovarajućim ugovorima o fiduciji ili hipoteci. S toga bi ustanovljenjem garancijske agencije kao nedostajuće infrastrukturne institucije stekli uslovi za funkcionisanje ovog segmenta finansijskog tržišta (hipotekarno tržište).

Uvažavajući prethodno treba imati u vidu i izuzetno mali broj ekonomista koji su u mogućnosti da spoznaju benefite poslovanja hartijama od vrijednosti a da običnim potencijalnim investitorima a da i ne govorimo. Protokom vremena i implementacijom pozitivnih iskustava stiču se pretpostavke za uspostavljanjem zajedničkih fondova u našem finansijskom sistemu. Ukoliko se poveća broj hartija od vrijednosti, zavisno od vrste portfelja i investicione strategije, može se očekivati pojava sledećih tipova zajedničkih fondova koji su opisani u prethodnom dijelu rada: (1) Akcijski agresivno rastući fondovi; (2) Akcijski rastući fondovi; (3) Fondovi rasta i dohotka; (4) Uravnoteženi fondovi; (5) Fleksibilni fondovi; (6) Prihodno miksovani fondovi; (7) Korporativno-obveznički fondovi; (8) Hipotekarni fondovi; (9) Visoko-dobitni obveznički fondovi; (10) Obvezničko-dohodni fondovi; (11) Lokalno-obveznički fondovi; (12) Vladini obveznički fondovi; (13) Internacionalni fondovi; (14) Sektorski fondovi; (15) Indeksni fondovi (protokom vremena uspostaviće se odgovarajući indeksi); (16) Fondovi malih rastućih kompanija / venče kapital fondovi i sl;

Da bi fondovi u našim uslovima funkcionisali oni moraju da imaju sličnu organizacionu strukturu kao i u zemljama sa razvijenim finansijskim tržištima. Efikasna unutrašnja organizacija je samo potreban uslov da bi fond mogao obezbijediti poziciju među relevantnim institucijama na finansijskom tržištu. Uspostavljenost interakcijskih veza sa spoljnim intitucijama (dovoljnost uslova) stiču se pretpostavke za odgovarajuće pozicioniranje. Preciznim regulisanjem kvantiteta i kvaliteta informacija koje su predmet poslovanja fonda i njihovim protokom između institucija i prema eksternoj javnosti industrija fondova veoma uspješno egzistira. To može biti pozitivan primjer efikasne organizacije prikazane na narednom grafiku:



Sl.10.10. Organizaciona šema potencijalnog zajedničkog fonda

Organizacija zajedničkog fonda prikazana u ovoj formi je primjenjiva i na uslove koji vladaju na našem finansijskom tržištu, uz uvažavanje specifičnosti institucija i mentaliteta investitora.

Kada se govori o implementaciji ovog modela u našim uslovima treba imati u vidu benefite koje bi ostvarivali potencijalni investitori. U prvom redu treba promijeniti odnos prema ulaganjima na dugi rok sa poreskog aspekta. To podrazumijeva poreske benefite za potencijalne investitore. Pored toga, promjenom penzionog sistema mijenja se odnos svakog zaposlenog otvaranjem sopstvenog penzionog računa pa to omogućava značajna ulaganja na duži rok. S druge strane stabilna valuta stvara pretpostavke za štednju i ulaganja na duži rok što je istovremeno i pretpostavka i za ulaganje u zajedničke fondove. Servisi i usluge fonda bi bili uobičajenog karaktera i odnose se na: privilegije transfera, automatsko investiranje i reinvestiranje, privilegiju pisanja čekova (što je posebno važno kod nas jer bi se na taj način smanjila količina novca u opticaju), sistematski plan povlačenja, pokriće troškova obrazovanja, socijalna sigurnost, penzioni plan samozaposlenih, obezbjeđenje visokog povraćaja na investicije, obezbjeđenje potrebnih proizvoda i servisa, inovativne finansijske servise, finansiranje nekretnina i dr.

10.11. Zatvoreni fondovi vs. otvoreni fondova – dilema redosljeda

Kao što se moglo vidjeti iz prethodnog dijela rada, otvoreni fondovi nemaju ograničenja u broju akcija koje investitori mogu kupiti i prodati. Zatvoreni fondovi u tehničkom smislu nijesu zajednički fondovi ali su veoma često klasifikovani takvim. Oni se nerijetko nazivaju zatvorene investicione kompanije ili javno trgovani fondovi. Tako su one veoma slične zajedničkim fondovima ali nijesu zajednički fondovi. Zajednički fondovi su otvorene kompanije zbog toga što kontinuirano nude nove akcije za prodaju investicionoj javnosti. Za razliku od njih zatvorene kompanije emituju ograničen broj

akcija i ne mogu ih iskupiti. S toga zatvaraju kompanije trguju na tržištu hartija od vrijednosti, sa ponudom i tražnjom koju ograničava cijena. Trgovina akcijama zatvorenih fondova na berzi upravo podsjeća na klasičnu trgovinu akcijama korporacija. Posao zatvorenih fondova je da upravlja portfoliom hartija. Različiti fondovi imaju različite investicione strategije i ciljeve pa mogu investirati u : (1) Akcije, obveznice, hartije kompanija i institucija iz inostranstva; (2) Diverzifikaciju između većeg broja različitih kompanija dok se neke koncentrišu u specifičnu industriju ili grupu industrija; (3) Jednu zemlju (ekonomiju) a ostali investiraju u region; (4) Obveznice trezorskog, korporativnog ili inostranog tipa; (5) Obveznice lokalne uprave koje imaju visoka poreska ograničenja ...

Dva osnovna su razloga zbog kojih zatvoreni fondovi emituju dvije klase akcija. Prva klasa akcija je za investitore koji žele dohodak i druga klasa akcija je za investitore koji žele rast. Prilikom kupovine i prodaje akcija nemoguće je kupovati i prodavati akcije zatvorenih fondova koje se nalaze u portfoliju. (dakle, tehnički je neizvodljivo trgovati stokom akcija pojedinačnih kompanija) Jedino se mogu kupovati i prodavati akcije zatvorenih fondova kojima se trguje na berzi. I to se čini veoma jednostavno uz pomoć odgovarajuće brokerske kuće, kao i kod ostalih kompanija. Znači, onaj ko kupuje akcije zatvorenog fonda faktički upravlja njegovim portfolijom. Zavisno od investicionih ciljeva zatvoreni fondovi plaćaju svojim akcionarima distribuciju u formi kamate, dividende i kapitalne dobiti baziranoj na zaradi portfolija njihovih hartija od vrijednosti. Zatvoreni fond plaća menadžersku proviziju u visini od 0.5% – 1.5% zasnovanu na iznosu imovine u portfoliju. Akcionari mogu dobiti distribuciju u gotovini ili je reinvestirati u kupovinu više akcija zatvorenog fonda. Postoje dvije cijene po kojima je moguće kupiti akcije zatvorenog fonda: (1) Cijena akcije investicione kompanije i (2) Neto vrijednost aktive ili cijena akcije portfolija zatvorenog fonda. Ovo podrazumijeva kupovinu hartija uz diskont ili sa premijom što dovodi vlasnika akcija u situaciju da ostvaruje izvjesne benefite pod određenim uslovima. Fenomen diskonta egzistira u slučaju kada je cijena akcije niža od neto vrijednosti aktive dok se premija javlja u slučajevima kada cijena prekoračuje neto vrijednost aktive.

U cilju objektivizacije osnovnih pretpostavki za funkcionisanje posredničkih institucija u našim uslovima navodimo osnovne razlike između zatvorenih i otvorenih (zajedničkih) fondova:

- **Informativna pokrivenost** – je kvalitetnije odradena kod otvorenih fondova nego kod zajedničkih kompanija iz prostog razloga što dnevni časopisi objavljuju ove informacije. U nekim slučajevima se jednom nedjeljno objavljuju specijalni dodaci o zatvorenim kompanijama koje sadrže podatke o diskontu, premiji i totalnom povraćaju za 52 nedjelje.
- **Kupovina i prodaja akcija** – je kod zatvorenih fondova slična kao i kod prodaje akcija ostalih kompanija. To podrazumijeva obavezno brokersko posredovanje sa odgovarajućim transakcionim troškovima za svaku trgovinu. Kod otvorenih fondova se pod tim podrazumijeva »opterećenje«, »bez – opterećenja«, »nisko opterećenje«, »kontingent odloženog opterećenja« što nije primjenljivo kod zatvorenih fondova.
- **Investiciona likvidnost** – zatvoreni portfolio je manje likvidan u odnosu na otvorenu verziju ove institucije. Zajednički fondovi posjeduju kapacitet u kome investitori mogu da prodaju i kupuju neograničen iznos po neto vrijednosti vrijednosti aktive a da to nema uticaja na cijenu. Kod zatvorenih kompanija kupovina i prodaja bi bila lak udar da cijene idu prema gore ili prema dolje. S toga mnoge od ovih investicija, pogotovo kod male kapitalizacije akcija, imaju veliki uticaj na sitne investitore.
- **Servisi akcionara** – poput zajedničkih fondova većina zatvorenih fondova nudi dividendni reinvesticioni program. Neki od njih nude opciju gotovinskog plana plaćanja, besplatne informacije na telefonski poziv i brzo reagovanje na zahtjev

potencijalnog investitora. Pored toga, neki zatvoreni fondovi nude ulaganja u individualni penzioni račun. Zatvoreni fondovi ne mogu obezbijediti telefonsku promjenu strukture ulaganja kao što je to slučaj kod zajedničkih odnosno otvorenih fondova.

- **Promjene u veličini fonda** – su karakteristične za zajedničke fondove gdje su česti dramatični ulazi i izlazi novca, dok kod akcionarskih fondova postoji prilično konstantna i stabilna akcionarska baza. Kod ovih fondova je nemoguće praviti dodatnu ponudu akcija ili gotovinski plan plaćanja kao i direktnu kupovinu akcija od fonda. Pored toga, nemoguće je izvršiti normalan otkup akcija po neto vrijednosti aktive.
- **Držanje gotovine** – kako zatvoreni fondovi ne trebaju čuvati gotovinski tampon u susret otkupu akcija to im ostaje više za puno investiranje. Likvidnost za zatvorene fondove je obezbijedena na tržištu kapitala. Ukoliko akcionari žele izaći iz fonda oni jednostavno izvrše prodaju narednim potencijalnim investitorima.
- **Cjenovna nestalnost i performanse dimenzija** – se ogleda u činjenici da je cijena akcije zatvorenog fonda više nestalna od neto vrijednosti aktive. Fluktuacija diskonta i premija je dodatna dimenzija rizika i nagrade koja može obezbijediti trgovanje oportunitetima. U praktičnom smislu to je najvažnija distinkcija između ove dvije forme investicionih kompanija.
- **Izveštaji akcionarima** – se distribuiraju u različitim formama. Zajednički fondovi distribuiraju prospekte zainteresovanim investitorima. Kod zatvorenih fondova prilikom javne ponude akcija nije potrebna distribucija prospekta jer se konstantno ne emituju nove akcije. Poput zajedničkih fondova i zatvoreni fondovi emituju godišnje, polugodišnje i kvartalne izvještaje. Format i sadržaj ovih izvještaja je, u osnovi, identičan i za otvorene i za zatvorene investicione kompanije.

Da bi zatvoreni fondovi funkcionalni u našim uslovima potrebno je pravno urediti njihov status. To podrazumijeva donošenje odgovarajuće regulative koja bi tretirala : (1) Pojmovno određenje, tehnologiju osnivanja i osnivački kapital; (2) Ugovor sa menadžerskom kompanijom i njeno učešće u pojedinačnom zatvorenom fondu; (3) Prospekt i njegov sadržaj; (4) Statut i organe upravljanja; (5) Komunikaciju sa javnošću, potencijalnim investitorima i insajderima; (6) Troškove i provizije; (7) Disperziju rizika; (8) Nadležnosti Komisije za hartije od vrijednosti i dr.

Uvažavajući vrline i manje zajedničkih (otvorenih) i zatvornih fondova treba prilikom preporuka za primjenu modela imati u vidu ambijent u kome funkcionišu finansijska tržišta. Regulativom treba spriječiti zloupotrebe i obmane finansijskih posrednika ovog tipa koji se odnose na potencijalne investitore. Od posebnog je značaja činjenica da pored pretpostavki koje su pobrojane u prethodnom dijelu rada treba ispuniti i uslove vezane za kompatibilnost posredničkih institucija tržištu. Kao što je poznato finansijska tržišta su u Crnoj Gori i pored značajnog protoka vremena na izuzetno niskom nivou razvoja i efikasnosti. Prije bi se moglo reći da je o svojevrsnom simuliranju tržišnih metoda i tehnika kada je poslovanje hartijama od vrijednosti. U tim i takvim uslovima veoma bi bili poželjni otvoreni fondovi. Suštinski razlog u prilog ovoj tezi leži u tome što su u pitanju visoko likvidne institucije koje u svakom trenutku vlasnicima udjela omogućavaju promjenu ročne strukture njihovih sredstava. Međutim ove institucije su potencijalna » finansijska opasnost« na mladim tržištima kapitala zbog potencijalno špekulativnih transakcija. Ono što je objektivni rizik za ovako mlado i relativno malo (po obrtu i broju transakcija) tržište je prodor tzv. »vrućeg novca« (hot money). Vrući novac je sumnjivog porijekla i njega izvjesni investitori koriste za legalizaciju sopstvenih biznisa. Povremeni udari nastali dotokom vrućeg novca izazvali bi visoku nestalnost gotovinskog toka zajedničkog fonda. Uporedna iskustva pokazuju da je visoka nestalnost keš-flow-a

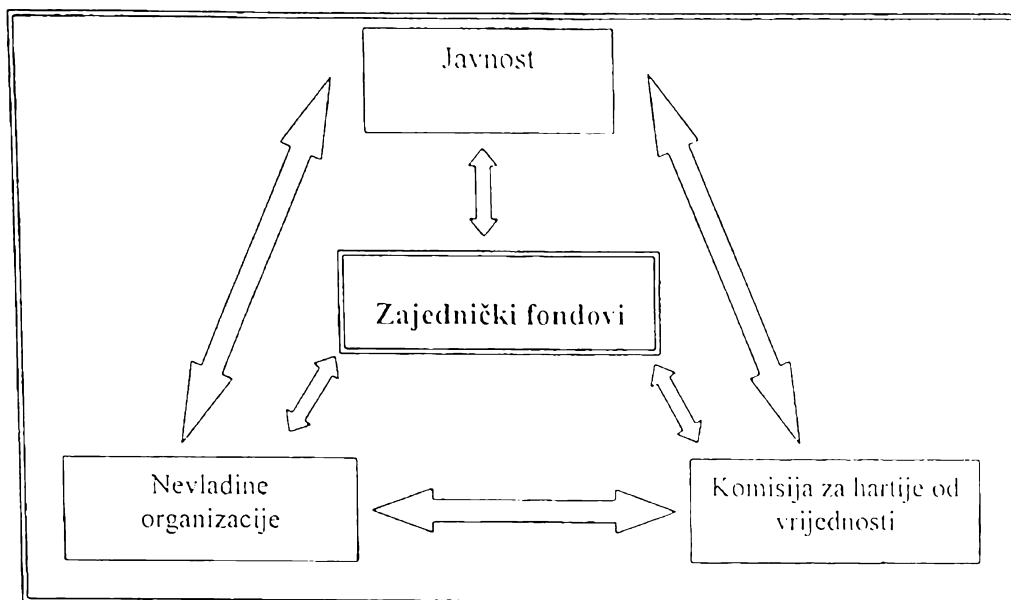
prouzrokovana intervalnim ulazima i izlazima iz fonda malog procenta akcionara. Portfolio menadžeri provode sve više vremena upravljajući ovakvim keš –flow-om a portfolio transakcije rapidno rastu kao rezultat nestabilnosti gotovinskog toka. Takođe, rastuća akcionarska aktivnost prouzrokuje više troškove i provizije fonda. Neiskustvo i nepostojanje odgovarajućih mehanizama kontrole (ograničenja za agresivno promjenljive i fondove koncentrisane u jedan tip investicija, menadžerska i brokerska provizija, provizija transfer agentima, otkupna provizija, naknadna opterećenja, opšte cijene zajedničkih fondova i sl.) za ovu vrstu novčanih tokova onemogućava zajedničke fondove da na finansijskim tržištima zemalja u tranziciji zablistaju punim sjajem. Prethodni razlozi su presudni za favorizovanje zatvorenih fondova prilikom redosleda implementacije investicionih institucija u našim uslovima. U prilog ovoj tezi idu i dodatni motivi vezani za trgovinu hartijama od vrijednosti zatvorenih fondova uz premiju ili diskont kao i servisi koje zatvoreni fond pruža.

10.12. Javnost, Komisija za hartije, nevladine organizacije, zajednički fondovi – interakcijska veza

Da bi zajednički fondovi našli puni smisao svog funkcionisanja potrebno je obezbijediti blagonaklon odnos svih subjekata – učesnika finansijskim tržištima. Učesnici na finansijskim tržištima mogu imati prema ovoj vrsti finansijskih institucija posredničkog karaktera, zavisno od toga da li im ulaze u interesnu zonu: pozitivan, neutralan ili negativan stav. Međutim, potrebno je više od toga imati punu podršku ukupne javnosti koja je, po prirodi stvari, daleko od ovih fenomena. Vrijeme koje karakteriše pad ličnih primanja, životnog standarda i usporena dinamika procesa privatizacije s jedne i više puta iznevjerene štediše (stara devizna štednja i male privatne banke koje su »piramidalnim sistemom« obmanule male ulagače) s druge strane, otežavajuća je okolnost za otpočinjanje razvoja industrije zajedničkih fondova. Tim prije što javna kampanja ne startuje iz neutralne faze već iz prilično naglašenog animoziteta prema ovoj vrsti ulaganja. Još je prije četiri vijeka, duboko razumijevši ukorijenjene otpore promjenama Makijeveli napisao:« Ništa nije teže od planiranja, podložnije sumnjama od uspjeha, niti opasnije za upravljanje od kreiranja novog sistema«. To je veoma složen proces koji se uvijek kreće između euforije i apatije ciklično smjenjujući faze koje kreatore i one koji ga implementiraju »uzdižu do zvijezda« ili »izvrgavaju stubu srama«.

Kako su zajednički fondovi su apsolutni novitet na finansijskom tržištu u Crnoj Gori to je potrebno pokrenuti kampanju koja će u imati dugoročan karakter i poruke koje obezbjeđuju pozitivistički stav javnog mnjenja prema ovim fenomenima. Obzirom da mali broj ljudi vlada ovom materijom neophodno je krenuti u edukativnu kampanja počev od srednjih škola, fakulteta, postdiplomskih studija i sl. Istovremeno je od značaja za ekonomiste pokrenuti jedan broj specijalističkih i kurseva inovacija znanja. Na taj način bi se stekla kritična masa znanja i informacija koja bi sistemom koncentričnih krugova probijala barijere koje onemogućavaju razvoj finansijskih tržišta. Kursevi bi se održavali uz učešće renomiranih eksperata koji imaju značajna iskustva sa ovim materijom a bili bi strukturirani da obezbijede punu satisfakciju ciljnoj grupi. Najznačajnija institucija od koje se očekuje puni doprinos rastu i razvoju finansijskih tržišta i punoj zaštiti investitora je Komisija za hartije od vrijednosti. Pored toga, od Komisije za hartije od vrijednosti se očekuje da obezbijedi program i tehnologiju polaganja specijalizovanih ispita za učesnike na finansijskim tržištima. Specijalistička znanja se očekuju od investicionih menadžera, brokera i investicionih savjetnika. Osim toga, neophodno je da Komisija svojim funkcionalnim i personalnim autoritetom obezbijedi potpunu faktičku nezavisnost i istovremeno ostvari komunikaciju sa javnošću koja garantuje punu transparentnost

finansijskih procesa i tokova. Na sledećoj slici je dat odnos koji pokazuje vezu između ove tri kategorije institucija i javnosti:



Sl.10.11. Interakcijska veza javnosti, komisije, zajedničkih fondova i nevladinih organizacija

Da bi javnost imala punu informaciju o finansijskim institucijama kakvi su zajednički fondovi potrebno je obezbijediti korektne odnose sa medijima. Obzirom da u Crnoj Gori postoji mali broj novinara specijalista za ekonomske teme (a o specijalistima za finansijska tržišta da i ne govorimo) neophodno je pristupiti njihovoj edukaciji. Što se medija tiče poželjno je pripremiti poseban tretman kako za papirne medije (informativne brošure, kataloge, informatore, promotivne publikacije) tako i za televiziju i radio. Treba imati u vidu da dnevna i periodična glasila značajno doprinose oblikovanju javnosti. Danas u Crnoj Gori ne postoji dnevni ili periodični časopis koji pruža servisne i druge informacije sa finansijskih tržišta. Slovenija, kao uporedna ekonomija, već više godina obezbjeđuje finansijske informacije u dnevnim glasilima a ima i specijalizovane časopise koji prate ovu oblast (»Finance« – časopis koji se pojavljuje svaki drugi dan i »Kapital« - specijalizovani časopis 15-dnevnog karaktera). S toga je u Crnoj Gori potrebno u što kraćem roku obezbijediti da se u početku relevantne informacije pojavljuju u dnevnim novinama a potom otpočeti sa izdavanjem periodičnog časopisa koji će tretirati u početku šire ekonomske teme sa podlistkom vezanim za finansijska tržišta a potom će podlistak poprimiti dominantan karakter. Specijalizovane televizijske i radio emisije omogućavaju korektnu informisanost širokih slojeva građana a odgovarajući spotovi i radio džinglovi podstiču ovaj vid investiranja. U samoj kampanji treba osmisliti specijalan tretman otvorenog radio ili T.V. studija sa mogućnošću ostvarenje kontakata najšire javnosti sa medijem. Pored toga je veoma važno iskoristiti mogućnost telefonskih kontakata kojim se uz odgovarajuće uzorke bira ciljna grupa pri čemu joj se pruža prilika da dođe do odgovora na određena pitanja. S toga treba iskoristiti komparativne prednosti internet komunikacije i otvaranjem specijalizovanog sajta sa podacima o zajedničkim fondovima omogućiti posredstvom informatičke tehnologije korisnicima da budu u posjedu aktuelnih informacija.

Nevladine i strukovne organizacije su asocijacije koje u značajnoj mjeri mogu doprinijeti popularizaciji zajedničkih fondova. Naročito je to izraženo kada su u pitanju

asocijacije sa sledećim ciljevima: (1) Podsticanje i pomoć građanima kao i vladinim i nevladinim organizacijama i institucijama u njihovim naporima da otvore i prošire načine i mogućnosti razmjene znanja i iskustava, kao i razmjenu kadrova iz zemlje u regionu čime će se uspješnije sprovoditi tranzicija privrede i društva u cjelini; (2) Proučavanje i analiza strateških elemenata tranzicionog procesa, ekonomskih reformi i razvoja finansijskog tržišta (privatizacija, makroekonomska stabilizacija, liberalizacija, monetarna reforma, razvoj tržišta kapitala, privatizacija bankarskog sektora i dr.); (3) Promovisanje i popularizacija transparentnog poslovanja na finansijskom tržištu i u procesu privatizacije privrede; (3) Unapređivanje berzanskih i vanberzanskih kao i brokerskih i brokersko-dilerskih principa poslovanja; (4) Davanje inicijativa za unapređivanje i razvoj finansijskih tržišta (normativni ambijent, institucionalna infrastruktura, tehnologija rada; (5) Organizacija i osmišljavanje skupova međunarodnog karaktera u pravcu optimizacije rješenja za ostvarivanje ciljeva u tranziciji, razvoju finansijskog tržišta i brokersko-dilerskog načina poslovanja; (6) Izrada i objavljivanje stručnih publikacija, projekata, studija, softverskih rješenja; (7) Sublimacija znanja i iskustava iz oblasti finansijskih tržišta i berzanskog poslovanja u zemlji i svijetu i izdavanje tekstova, brošura, biltena, časopisa i knjiga u bilo kojim oblicima reprodukcije; (8) Specijalan tretman portfolio menadžmenta i poslovanja zajedničkih fondova multidisciplinarno tretiran.

Nevladine organizacije, Komisija za hartije od vrijednosti, zajednički fondovi i javnost mogu efikasno funkcionisati samo ako postoji jaka međusobna veza između ovih sektora. Sinergetski efekat se postiže njihovim efikasnim interakcijskim vezama.

Zaključak

Permanentne reforme i hronična neefikasnost društveno-ekonomskog sistema koji je za nama, neminovno su nametnule umjesto kozmetičkih suštinske promjene čiji je cilj podizanje efikasnosti ekonomskih subjekata. Očekivanja da je korijenite promjene moguće provesti dekretom, kako su neki teoretičari mislili nijesu se obistinila. Naprotiv, pokazalo se da je to proces koji će trajati i čija efikasnost zavisi od spremnosti na radikalnost u provođenju onih koji ga implementiraju. Ekonomski subjektivitet pojedinca, privatna svojina i integralno tržište postaju uzrokom sveobuhvatne transformacije koja je zahvatila zemlje postsocijalističkog svijeta.

U tom svijetlu, proces tranzicije, multidisciplinarno posmatran postao je predmet posebne pažnje kako teoretičara tako i onih kojima je pragmatizam motiv za ekonomsku aktivnost. Integralno tržište kao regulator svih odnosa i promjena poprima funkcije koje mu objektivno pripadaju. Naročito su karakteristična finansijska tržišta koja sublimiraju napore i htjenja ekonomskih subjekata kako u tržišnim tako i u tranzitornim ekonomijama. S tim u vezi treba istaći ulogu odgovarajućih finansijskih institucija kao učesnika na finansijskim tržištima. U našim uslovima to su finansijske institucije koje u svom portfelju drže značajan kapital nastao svojinskom i upravljačkom transformacijom (Fond za razvoj, Fond PIO i Zavod za zapošljavanje), poslovne banke koje su dugove preduzeća konvertovale u akcije i država po osnovu identifikovanog državnog kapitala u preduzećima. Treba imati u vidu da se radi o neaktivnim vlasnicima koji najčešće ne raspolažu ni elementarnim informacijama o preduzeću a da o idejama o integralnom restrukturiranju i ne govorimo. Kod ovih institucija se javlja tzv. "agencijski problem" odnosno fizička nemogućnost upravljanja velikim brojem kompanija. Umjesto fizičkog upravljanja preduzećem moguće je upravljati samo i isključivo portfeljom hartija od vrijednosti.

To se posebno odnosi na finansijske institucije koje sve više dobijaju na značaju u ekonomijama sa razvijenim tržištima kapitala. Treba imati u vidu da zajednički fondovi protokom vremena poprimaju karakter institucija čiji kapital i obim prometa bjeleži rapidan rast. Njihov rast je rezultat čitavog spektra usluga koje nude i poreskih benefita kako za investicione fondove tako i za akcionare. Poslovna politika zajedničkih fondova je bazirana na: (1) Profesionalnom menadžmentu; (2) Diverzifikaciji portfolija i (3) Nižim troškovima u odnosu na slične kompanije. Ove institucije nedepozitnog karaktera obezbijavaju punu satisfakciju svojim klijentima kroz minimalne uloge na duži rok. Na taj način se, s jedne strane, izbjegava hiperposredništvo banaka i s druge strane ostvaruje satisfakcija koju ne nudi bankarski proizvod. Sve se to odvija uz maksimalno uvažavanje ciljeva klijenata i minimiziranje rizika potencijalnih investitora. Investiciona ulaganja je poželjno sagledavati kroz prizmu:

- Investicionih ciljeva i vremenskog horizonta;
- Nivoa tolerancije rizika;
- Potreba za likvidnošću i fleksibilnošću;
- Investicionih iskustava i ekspertize;
- Stabilnosti personalnog prihoda;
- Portfolija personalnih potreba;
- Položaja prema potrošnji glavnice;
- Raspoloživih finansijskih resursa;
- Očekivanja od portfolija;
- Poreskog tretmana.

Optimizacija portfolija se vrši kroz realiteta i rebalansiranje aktive (tzv. »fino podešavanje«) uz respektovanje vremena kao faktora i etičkog kodeksa. U savremenim finansijskim sistemima ovi fondovi imaju specijalan tretman u javnosti jer između javnosti i fondova postoji interakcijska veza koja »fondovsku ponudu« čini transparentnom. Iz naziva fonda su definisani njegovi poslovni ciljevi i preovlađujuće hartije od vrijednosti u portfoliju pa su potencijalni klijenti u prilici da na veoma jednostavan način izvrše uskladjivanje svojih želja sa »fondovskim proizvodom«.

Na mladim tržištima kapitala uloga ovih fondova je nešto modifikovana i time je dat značajan doprinos ubrzanju procesa tranzicije u postsocijalističkom dijelu svijeta. Kombinacijom modela "privatizacije uz naknadu" i "vaučerske privatizacije" uloga i značaj fondova kao finansijskih institucija doprinosi intenziviranju procesa privatizacije. Njihova misija je izuzetno značajna u našim uslovima iz razloga što je velika količina domaćeg kapitala težaurisana u portfelju tri državna fonda (Fond za razvoj RCG, Fond PIO, Fond za zapošljavanje).

Budući da su teorijske analize zaostajale za empirijskim događanjima kada je uspostavljanje efikasnih finansijskih tržišta u pitanju, neminovnim se nameće pitanje značaja i uloge zajedničkih fondova u samom procesu. Transfer od društvene svojine ka ekonomski aktivnom vlasniku i tretman finansijskih tržišta, u tom svijetlu, ostao je djelimična nepoznanica kako za teoretičare tržišnih ekonomija tako i za naučnike zemalja postsocijalističkog dijela svijeta. Poslednje godine su dokaz koliko je neminovno da ekonomska nauka anticipira neka, do tada nepoznata događanja, kako ekonomski relevantni subjekti ne bi bili zatečeni.

Mjesto i uloga većinskih vlasnika (Fond za razvoj, Fond PIO i Zavod za zapošljavanje) dobija protokom vremena na značaju u negativnom smislu. Da kompletan proces ne bi poprimio neželjene posledice neophodno je: (1) Uspostaviti finansijska tržišta kao mehanizam koji omogućavaju efikasnu privatizaciju; (2) Aktivirati preduzetničku filozofiju građana i ekonomskih subjekata kada je poslovanje sa hartijama od vrijednosti u pitanju; (3) Realno sagledati ulogu zajedničkih / privatizacionih fondova kao finansijskih intermedijatora između građana - vlasnika odložene potrošnje / vlasnika idealnog dijela društvene svojine i fondova kao institucija koje u svom portfelju drže akcije najvećeg broja preduzeća u Crnoj Gori i (4) Izvršiti izmjenu finansijske strukture ekonomije u cilju povraćaja povjerenja u finansijske institucije;

Da bi finansijsko tržište u našim uslovima ispunilo svoju misiju treba pristupiti razvoju kako primarnog (emisionog) tako i sekundarnog tržišta. Izuzetno je važna **uloga države** u ovom procesu koja bi trebala biti usmjerena na: (1) Zaštitu učesnika; (2) Obezbjedenje makroekonomske stabilnosti; (3) Željeni nivo konkurentnosti i (4) Ostvarenje solventnosti. S toga, ispunjenje sledećih pretpostavki za implementaciju zajedničkih fondova ima karakter neminovnosti: (1) Makroekonomski ambijent; (2) Pravna sigurnost; (3) Politička stabilnost; (4) Privatizacija; (5) Postojanje kritične mase hartije od vrijednosti; (6) Razvoj malih i srednjih preduzeća; (7) Država i jedinice lokalne uprave; (8) Obezbjedenje kvalitetnih računovodstveno-revizionih standarda; (9) Način izvještavanja, sistem praćenja i obrade podataka i rejting institucije;

Pored ovih potrebno je ispuniti i sledeće pretpostavke: (1) Postojanje personalnog, porodičnog odnosno kompanijskog plana ulaganja; (2) Pozitivna razlika između imovine i obaveza; (3) Edukacija na svim nivoima; (4) Promjena sistema vrijednosti i načina razmišljanja i (5) Puna informisanost svih potencijalnih subjekata i javnosti;

Uvažavajući prethodne opservacije treba imati u vidu **uspostavljanje i efikasnost institucija** koje su posredni i neposredni učesnici na finansijskim tržištima. Tu se prije svega misli na institucije koje obezbeđuju ambijentalne uslove za funkcionisanje finansijskih tržišta: Komisiju za hartije od vrijednosti, Centralnu depozitarnu agenciju,

Nacionalnu banku, Berzu, berzanske posrednike i druge institucije. Pored toga, veoma je važno postojanje adekvatnog tržišnog materijala kako bi tržište moglo da obavlja sve svoje funkcije. Raznovrsnost finansijskih instrumenata omogućava satisfakciju klijentima uvažavajući njihove želje, ciljeve i namjere. U Crnoj Gori postoji izuzetno mali broj hartija od vrijednosti kako kratkoročnog tako i dugoročnog karaktera pa je potrebno poraditi na uvođenju finansijskih instrumenata koji se pojavljuju u savremenom svijetu. S toga instrumentarij prisutan na novčanom tržištu mora biti značajno uvećan a hartije od vrijednosti tržišta kapitala treba da poprime funkcije koje im po prirodi stvari pripadaju. Naročito treba intenzivirati emisiono (primarno) tržište dok se postojeće hartije na sekundarnom tržištu moraju prometati kako ovaj segment finansijskog tržišta ne bi paralisao njegov dalji razvoj.

Jednostavna procedura investiranja, maksimalno uprošćena tehnologija promjene ročne strukture sredstava (ulaganja novca u akcije fonda i obrnuto njihova konverzija u gotov novac) i nizak limit investiranja (može biti i ispod 1.000 dolara) opredjeljuje domaćinstva kao najšire slojeve investitora za ovaj vid ulaganja. Zajednički fondovi stiču sredstva kroz: (1) Prihod na hartije od vrijednosti koji drže u portfelju i (2) Kapitalnu dobit tih hartija od vrijednosti. Osim toga, poreski tretman je poseban motiv za ulaganje u zajedničke fondove iz razloga što su poreskim oslobođenjima i olakšicama obuhvaćeni i zajednički fondovi i akcionari. Pri tome treba imati u vidu da se radi o ulaganjima na duži vremenski period što tek treba da zaživi na ovim ekonomskim prostorima. Benefiti koje pored poreskih relaksacija omogućavaju ulaganje u zajedničke fondove odnose se na : (1) Korektnu informisanost investitora; (2) Brz i efikasan transfer; (3) Automatsko investiranje i reinvestiranje; (4) Penzioni plan; (5) Sistematski plan povlačenja; (6) Privilegiju pisanja čekova i dr.

Kada je riječ o početnim koracima u uvođenju institucija fondovskog tipa najprije se efekti mogu očekivati implementacijom **privatizacionih fondova**. To je u našim uslovima povezano sa provođenjem procesa masovne vaučerske privatizacije koja se u više navrata, najčešće iz političko socijalnih razloga, odlaže. Ukoliko se ovaj proces bude odlagao u nedogled, postoji objektivna bojazan da se akcije preduzeća namijenjene u ove svrhe do te mjere obezvrijede da će tražnja biti svedena na najmanju moguću mjeru. To bi minimiziralo ulogu privatizacionih fondova kao "intermedijarnih institucija" koje bi posredovale između vlasnika privatizacionih prava oličenih u vaučerima i ponudjenih akcija preduzeća. U suprotnom ovi fondovi bi mogli zavisno od svoje poslovne strategije da učine upravljanje u ovim preduzećima efikasnijim i konsolidacijom svog portfelja doprinesu sopstvenoj transformaciji. Privatizacioni fondovi su, ma kako to izgledalo, ipak institucije čiji je rok trajanja ograničen i što prije budu transformisane u investicione fondove to će svrha njihovog postojanja biti opravdana.

Pored privatizacionih fondova u bliskoj budućnosti za očekivati je da svoje mjesto na finansijskom tržištu nađu **zajednički fondovi novčanog tržišta**. Imajući u vidu da se hartijama od vrijednosti novčanog tržišta i do sada (doduše ne u respektibilnom broju vrsta i angažovanim sredstvima u posljednje dvije godine) trgovalo to bi se institucionalizacijom ovog dijela finansijskog tržišta mogli očekivati značajniji pomaci. Uvažavajući analizu sa prethodnih stranica ovog rada koja se odnosi na slobodna sredstva ekonomskih subjekata koja bi mogla biti korišćena na novčanom tržištu to se može reći da fondovi imaju perspektivu u bliskoj budućnosti. Implementacijom ovih fondova bi se povukla značajna količina novca iz opticaja koja sada bitiše u sivim i regularnim kanalima. S druge strane bi vezivanjem ulaganja u zajedničke fondove za plaćanja putem čekova značajno bio olakšan platni promet (tzv. "skidanje" sa investicionog računa zajedničkog fonda tržišta novca) .

Fondovi koji bi u nešto daljoj budućnosti trebali da se pozicioniraju na našem finansijskom tržištu su **zatvoreni fondovi**. Na finansijskom tržištu je prisutan značajan

potencijal hartija od vrijednosti dugoročnog karaktera koji je u potpunosti imobiliziran. To se odnosi na akcije iz procesa privatizacije koje su u posjedu zaposlenih, fondova, poslovnih banaka nastale konverzijom duga u ulog. Pored ovih hartije poslovne banke, osiguravajuća društva, brokerske kuće, akcionarska društva u privatnoj svojini posjeduju hartije od vrijednosti koje bi se mogle naći u portfelju zajedničkih fondova. Da bi potencijalni portfolio bio nešto širi potrebno je unijeti nove hartije od vrijednosti dugoročnog karaktera koje su sada van funkcije poput: obveznica različitih emitenata (nacionalne banke, Vlade / trezora, lokalne uprave, kompanija ...), hipotekarnih založnica i dr. Zajedničke fondove otvorenog tipa karakteriše mogućnost da investitor promptno izmijeni ročnu strukturu svojih ulaganja. To u stvari znači da je, u svakom trenutku, moguće udio u fondu pretvoriti u gotov novac. Ovo bi bila komparativna prednost, sa aspekta likvidnosti i sigurnosti, za naša finansijska tržišta jer bi se na taj način pružila mogućnost svim vlasnicima viška kapitala da ga ulažu u zajedničke fondove. S druge strane treba podsjetiti na izvjesne rizike koje ulaganje u ove institucije nosi sa sobom. Mlada i relativno mala tržišta kapitala su izuzetno pogodna za tzv. pranja novca ulaganjima u otvorene investicione kompanije. (tokovi "vrućeg novca") S toga je preporuka da se prilikom implementacije investicionih kompanija po prioritetu obezbijede ambijentalni uslovi za fondove zatvorenog tipa koji su otporniji na sistemske i nesistemske rizike. Konačno, njihova kotacija se obavlja na tržištu kapitala pa je tehnologija povraćaja ulaganja ista kao i kod ostalih kompanija.

Imajući u vidu prethodne opservacije povećanjem broja hartija od vrijednosti, zavisno od vrste portfelja i investicione strategije, može se očekivati pojava sledećih **tipova zajedničkih fondova** koji su opisani u prethodnom dijelu rada: (1) Akcijski agresivno rastući fondovi; (2) Akcijski rastući fondovi; (3) Fondovi rasta i dohotka; (4) Uravnoteženi fondovi; (5) Fleksibilni fondovi; (6) Prihodno miksovani fondovi; (7) Korporativno-obveznički fondovi; (8) Hipotekarni fondovi; (9) Visoko-dobitni obveznički fondovi; (10) Obvezničko-dohodni fondovi; (11) Lokalno-obveznički fondovi; (12) Vladini obveznički fondovi; (13) Internacionalni fondovi; (14) Sektorski fondovi; (15) Indeksi fondovi (protokom vremena uspostaviće se odgovarajući indeksi); (16) Fondovi malih rastućih kompanija / venče kapital fondovi i sl;

Imanentne specifičnosti našeg finansijskog tržišta će biti prevaziđene promjenom načina razmišljanja i sistema vrijednosti i emitenata i investitora. To podrazumijeva uvažavanje vremena kao faktora kroz čiju se prizmu mora posmatrati svaka ekonomska aktivnost. Kako zajednički fondovi podrazumijevaju ulaganja malog iznosa kapitala (može biti i do 1 000 DEM) na rok koji može 1,5,10 ili 20 godina to je u našim uslovima potrebno uspostaviti interakcijsku vezu između fondova s jedne, i odložene potrošnje (štednje), s druge strane. To bi podrazumijevalo zdrave intermedijalne fondove (uglavnom upravljane od menadžerskih kompanija u kojima participira inostrani kapital) koji bi povratili povjerenje građana u institut štednje bez čega nema uspostavljanja i razvoja finansijskih tržišta. Pored toga je neophodno pristupiti reformi penzionog, socijalnog i sistema obrazovanja u smislu njegove privatizacije kao i uspostavljanju fonda za restituciju iz kojeg bi se izvršili svi povraćaji nepravredno oduzete aktive građanima iz bliže i dalje prošlosti. Svaki građanin ili bolje reći svaka porodica će u bliskoj budućnosti morati da izdvaja dio svojih priliva u cilju alimentiranja: potrošnje nakon prestanka radnog vijeka (penzija), troškova obrazovanja, socijalne i zdravstvene zaštite, kupovine nekretnina i dr. Kritična masa hartija od vrijednosti i odgovarajućih institucija uz integralno povoljan ambijent (naročito sa poreskog aspekta) garancija su čuvanja realne vrijednosti aktive (veći prinos po osnovu ulaganja u zajedničke fondove od stope inflacije) svakog pojedinca / porodice što je fundament uspostavljanja zajedničkih fondova.

Da bi fondovi počeli da funkcionišu u našim uslovima, pored prethodno navedenog, potrebno je do kraja korektno propisati zakonsku regulativu. Od institucija koje značajno

opredjeljuju poslovanje fondova treba naglasiti ulogu i značaj Komisije za hartije od vrijednosti. Ona ima u gotovo svim uporednim zakonodavstvima veoma izraženu kontrolnu i nadzornu funkciju. Postojeća zakonska regulativa se pokazuje nedovoljnom za operacionalizaciju poslovanja zajedničkih fondova pa je stoga treba ili dopunjavati ili donijeti novu koja će tretirati ovu oblast. Obzirom na značaj fenomena i institucija za razvoj finansijskih tržišta optimalnije bi bilo donijeti, nakon ispunjenja pretpostavki, **Zakon o investicionim fondovima i menadžerskim kompanijama**. Ovaj zakon bi trebao da reguliše sledeće: (1) Ciljeve osnivanja fondova i menadžerskih kompanija; (2) Tehnologiju osnivanja menadžerskih kompanija; (3) Njen osnovni kapital i organe; (4) Evidentiranje ulaganja; (5) Principe poslovanja i pravni promet; (6) Definisanje imovine menadžerske kompanije i imovine fonda; (7) Troškove i menadžersku proviziju; (8) Definisanje ugovara depozitara; (9) Minimalni kapital fonda; (10) Pravila o upravljanju; (11) Sadržaj prospekta; (12) Limitirajuće iznose ulaganja u pojedine hartije od vrijednosti i hartije od vrijednosti jednog emitenta (dispersija rizika); (13) Uplata udjela i tehnologiju njihove isplate; (14) Bilans stanja, bilans uspjeha i njihovu reviziju; (15) Postupak prestanka zajedničkog fonda (16) Reference i uslove da bi lice postalo investicioni savjetnik ili portfolio menadžer i dr. Pojava novih finansijskih institucija ovakvog tipa podrazumijeva rigidnu zakonsku regulativu koja će onemogućiti bilo kakve improvizacije. S toga se od kreatora regulative očekuje da precizno definiše ambijent, preventivnu i represivnu funkciju nadležne državne institucije kako se ne bi desilo da ulagači budu obmanuti.

Prilikom argumentacije relevantne za implementaciju zatvorenih fondova u našim uslovima treba imati u vidu njihov značaj za intenziviranje tranzicije kao procesa. **Dinamiziranje procesa privatizacije** se može ostvariti modelom koji zamjenjuje tendersku prodaju prodajom akcija. To znači da se otvara mogućnost inostranim investitorima da ostvare svoju ulogu u procesu privatizacije osnivanjem zatvorenih fondova. Ekonomiji u kojoj se provodi ovaj aranžman potreban je dugoračan akcijski kapital i pristup međunarodnom tržištu akcijskog kapitala. Prikupljeni kapital bi bio namijenjen restrukturiranju kompanija za koje se ocijeni da imaju ekonomsku perspektivu. Investitori u zatvorene fondove očekuju da novac uložen u zemlju bude diverzifikovan u one grane i kompanije koje dovode do maksimalnog rasta unutar razumnih parametara rizika. U uslovima koji vladaju na našem finansijskom tržištu sa aspekta njegovih veličine limirajući faktor je objektivna opasnost od tzv. »vrućeg novca« čiji dolazak odgovarajućom regulativom treba spriječiti. S toga su **zatvoreni investicioni fondovi** jedino pravo i praktično rješenje za manja i manje likvidna novonastala tržišta.

S druge strane posredstvom zatvorenih fondova je moguće obezbijediti kapital iz inostranih izvora u cilju efikasnije podrške preduzetništvu i intenziviraju ulaganja u mala i srednja preduzeća. Modeliranjem **venč kapital fondova** i uspostavljanjem mreže »poslovnih anđela« omogućile bi se pretpostavke za ulaganja u rizične poduhvate određenih sektora malih i srednjih preduzeća koje postaju prioritet ekonomske politike u narednom periodu. Fokusiranje aktivnosti fondova bilo bi usmjereno u dva segmenta malih i srednjih preduzeća. Jedna su novootvorena mala i srednja preduzeća dok su druga ona koja bjeleže značajnije stope rasta i razvoja (dinamično preduzetništvo).

Protokom vremena narasta tržište i po širini i po dubini, postaje likvidnije i profesionalnije pa se stiču pretpostavke da se zatvoreni fondovi perstrukturiraju, pod određenim uslovima, u otvorene fondove. Prateći proces je pojava sektorski orjentisanih fondova čime se obezbjeđuju raznovrsna ponuda uz punu satisfakciju investitora.

Posebno treba sagledati tehnologiju trgovanja hartijama od vrijednosti i tom smislu precizno definisati nadležnosti centralne banke vezane za novčano tržište i komisije za hartije u čiji domen nadležnosti treba da se nađe tržište kapitala. Obzirom da berza ne

obavlja svoju funkciju treba u najkraćem roku osmisliti algoritam dolaska hartija od vrijednosti na odgovarajuće tržište. To podrazumijeva precizno definisane uslove za fazni pristup dolaska hartija od vrijednosti na odgovarajuće segmente finansijskog tržišta. S toga je potrebno razmotriti mogućnosti pravljenja listinga za hartije od vrijednosti pod nešto blažim uslovima (npr. listing B) kao i rigoroznu varijantu listinga koja je sačinjena po svjetskim kriterijumima dolaska hartija do berze (listing A). Ne treba zanemariti, obzirom na kvalitet transformisanih preduzeća, ni vanberzansko tržište koje može predstavljati dobar kvalifikacioni prostor za dolazak hartija od vrijednosti na berzu.

U svim ovim opservacijama se ne smije zanemariti faktor vrijeme čijim protokom se u znatnoj mjeri uvećavaju tranzicioni troškovi. S toga, što prije otpočne realizacija prethodno navedenih ideja to će naše finansijsko tržište biti razvijenije a ekonomija ove zemlje krenuti putevima progresa.

LITERATURA

1. Aliber Z. Robert and Bruce R. Brian: "Global Portfolios - Quantitative Strategic for maximum performance" Dow Jones - Irwin - Illinois, 1993.
2. American Association of individual investors: "The Individual Investors Guide to No-load Mutual Funds", Investment Information Services Press - Chicago, 1986.
3. Anderson C. Seth, Born A. Jeffery: "Closed-end Investment Companies", Kluwer Academic Publishers - Boston, 1993.
4. Anderson E. Carl and Ros B. James: "Modern Mutual Fund Families and Variable Life - Tools for Investment", "Dow Jones - Irwin - Illinois, 1988.
5. Anderson Richard: "Market Timing Model", Irwin Professional Publishing - Chicago, 1997.
6. Anderton Brajan: "Financial Services", Macmillan Press Ltd. - London 1996.
7. Baum J. Daniel, Stiles B. Ned: "Institutional investors and Corporate control", Syracuse University Press - New York, 1985.
8. Baumol J. William, Goldfeld M. Stephen, Gordon A. Lilli, Koehn F. Michael: "The Economics of Mutual Fund Markets: Competition Versus Regulation", Kluwer Academic Publishers - Boston, 1990.
9. Berryessa Norman and Eric Kirzner: "Global Investing - The Templeton Way", Dow Jones - Irwin - Illinois, 1989.
10. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: » Investments«, McGraw Hill – New York 1999.
11. Bogle C. John: "Bogle on Mutual Funds", Dell Publishing Group - New York, 1995.
12. Boroson Warren: "Keys to Investing in Mutual Funds", Barrons - New York, 1997.
13. Božić Nemanja: "Tržište kapitala", Prometej - Beograd, 1994.
14. Brancato K. Carolin: "Institutional Investor and Corporate Governance", Irwin Professional Publishing - Chicago, 1997.
15. Brealey A. Richard, Myers C. Stewart and Marcus J. Alan: "Fundamentals of Corporate Finance", McGraw-Hill - New York, 1992.
16. Brealey R.A. and Myers S.C.: "Principles of Corporate Finance" - McGraw-Hill, London, 1991.
17. Breshan Bill and Gelb Eric: « Getting Started in Asset Allocation », John Wiley and Sons – New York 1999.
18. Brouwer Kurt and Janchowski Stephen: "Mutual Fund Mastery", Times Business Random House - New York, 1997.
19. Cassey J. William: "Mutual Funds Desk Book", Institut For Business Planning - New York, 1986.
20. Ćirović Milutin: "Bankarski Menadžment", Institut ekonomskih nauka - Beograd, 1996.
21. Clarke M. William: » How the City of London Works«, Claus Ltd.- London 1999.
22. Cooke A. Robert : » Personal Finance for Busy People », McGraw Hill – New York 1998.
23. Dabić Stojan: "Hartije od vrijednosti i njihovo tržište", Naučna knjiga - Beograd, 1990.
24. Dalton M. John: "How to Stock Market Works", New York Institute of Finance - New York, 1993.
25. Dorf C. Richard: "Mutual Fund Investment Advisor", Probus Publishing Company - Chicago, 1983.
26. Ellis D. Charles and Vertin R. James: "The Investors anthology", John Wiley & Sons - New York, 1997.

27. Ellis D.Charles:" Investment Policy - how to win the losers game ", Dow Jones - Irwin - Iliones, 1993.
28. Fabozzi J. Frank and Zarb G. Frank: "Handbook of Financial Markets"" Dow Jones - Irwin - Illinois, 1983.
29. Fabozzi J. Frank, Medigliani Franco and Ferri G. Michael:"Foundations of Financial Markets and Institutions", Prentice Hall - New Jersey, 1997.
30. Fabozzi J. Frank:"The Institutional Investor Fokus on Investment management", Ballinger Publishing Company - Massachussets, 1991.
31. Faerber Esme: » All About Stocks – To Easy Way To Get Started «, McGraw Hill – New York 1998.
32. Francis Jack Clark:"Investment Analysis and Management", Mc Graw-Hill Book Company - New York, 1980.
33. Frank Robert: "Succesfull Investing Trough Mutual Funds", Hart Publishing Company - New York City, 1989.
34. Fredman J. Albert and Wiles:"How Mutual Fund Work", New York Institute of Finance - New York, 1997.
35. Gough Leo: » Haw the Stock Market Really Works «, Pitman Publishing – London 1999.
36. Graham Benjamin : « The Intelligent Investor », Harper Bussines – London 1998.
37. Graja Christopher and Ungrar Elizabeth: » Investing in Small – Cap Stock«, Bloombing Press – London 1999.
38. Gray Bernard : » Beginners Guide To Investment «, Kandom House – Bussines Books – London 1994.
39. Groz M. Marc: » Guide To The Markets – Becoming a Savy Investor », John Wiley and Sons – New York 1999.
40. Hall D. Alvin: « Getting Started in Mutual Funds «, John Wiley and Sons – New York 2000.
41. Hammer A. David:" Dinamic Asset Allocation - Strategies for the Stock, Bond and Maney Market", Walley Finance Edition - New York, 1991.
42. Hancock John:«Making Gains With Values the Ethical Investor«, Financial Times and Prentice Hall – London 1999.
43. Harper L. Victor:"Handbook of Investment Products and Services", Scott and Strugfelow - New York, 1989.
44. Harrison Debbie : » The First Time Investor«, Financial Times and Prentice Hall – London 1999.
45. Heerwagen D. Peter:"Investing Total Return", Probus Publishing Company - Chicago, 1988.
46. Henriques B. Diana:"The Fidelitys Word - the Secret Life and Public Power of the Mutual Fund Giant, Scriber - New York, 1995.
47. Hercfeld J. Tomas: "The Investors Guide to Closed-end Funds", Mc Graw-Hill Book Company - New York 1980.
48. Hirsch D. Michael: " Multifund Investing", Dow Jones - Irwin - Iliones, 1987.
49. Hirt Geoffrey, Block Stan and Jurv Fred: "The Investors Desktop Portfolio Planer", Probus Publishing Company - Chicago, 1986.
50. Howells Peter and Bain Keith : « Financial Markets and Institutions », Financial Times and Prentice Hall – London 2000.
51. Investors Business Daily: » Guide to The Markets « , John Wiley and Sons – New York 1999.
52. Jakobs Bruce:"All about Mutual Funds", Irwin Professional Publishing - Chicago, 1996.

53. Karp Susan : » Smart Guide to Profiting From Mutual Funds «, John Wiley and Sons – New York 1999.
54. Kettel Brian: « What Drives Financial Markets », Financial Times and Prentice Hall – London 1999.
55. Krefetz Gerald:" Haw to Read and Profit from Financial News", Dearborn Financial Publishing - Boston, 1995.
56. Kritzman Mark:"Asset Allocation for Institutional Portfolio", Business One Irwin Homewood - Illinois, 1995.
57. Laderman M. Jeffrey:« Guide to Mutual Funds«, Mc Grow Hill – New York 1998.
58. Lajović Dragan: » Privatizacija i preduzetništvo – putokazi profita «, Megatrendovi – Podgorica 1998.
59. Laštovička Radek, Marcinčin Anton and Majstrik Michal:" Privatization and Opening Capital Markets in the Czech and Slovak Republics" , Cerge - Ei - Prague, 1994.
60. Lederman Jess, Park K.H. Keith: " The Global Equity Markets", Probus Publishing Company - Chicago, 1992.
61. Leibowit L.Martin and Fabozzi J. Frank:" Investing", Probus Publishing Company - Chicago, 1993.
62. Levine N. Sumner:"The Investment Managers Handbook", Dow Jones - Irwin Illinois, 1980.
63. Little B. Jeffrey and Rhodes Lucien:"Understanding Wall Street ", Liberty Hall Press - New York, 1991.
64. Madura Jeff : " Global Portfolio Management for Institutional Investors", Quorum Books - Connecticut-London, 1996.
65. Madura Jeff:" Financial Market and Institutions", West Publishing Company - San Francisco, 1996.
66. Markstein L. David: " Haw to Make Maney with Mutual Funds ", Mc Graw-Hill Book Company - New York 1980.
67. Marphy J. John:« The Visual Investor – Haw to Spot Market Trends «, John Wiley and Sons – New York 1998.
68. Merriman O. Charles: " Mutual Funds and Unit Trusts - a global view", Pitman Publishing Corporation - New York, 1987.
69. Moris M. Kenneth, Siegel M.Alan, Dabić Stojan:" U obliku novca", IQ-media - Beograd 1995.
70. Murphy E. Joseph:" Stock Market Probabilitu", Probus Publishing Company - Chicago, 1995.
71. Mutual Fund Fact Book - Investment Company Institute - Washington, 1997.
72. Neil J. William : » Haw To make Maney in Stocks », McGrow Hill – New York 1996.
73. Peritt W. Gerald:"Mutual Funds - Made Easy", Dearborn Financial Publishing inc. - Chicago, 1996.
74. Pike R. and Heale B.:"Corporate finance & investment decisions and strategies", Prentice Hall Europe - London, 1996.
75. Pozen C. Robert : » The Mutual Fund Business«, The MIT Press – Cambridge – 1999.
76. Preda Stefano:" Funds and Portfolio Management Institutions - Internattional Survey ", Elsevar science publishers - Amsterdam, 1992.
77. Prestbo John and Sease Douglas : » Baron*s Guide to Making Investment Decisions », Institute of Finance – New York 1999.
78. Radmilović Stanko: "Finansijska tržišta i njihovi zakoni", Financing centar - Novi Sad, 1997.
79. Rassel Ray: »An Introduction to Fund Management«, Securities Institute Limitet – London 1999.

80. Ristić Života: "Tržište kapitala", Privredni pregled - Beograd, 1990.
81. Ristić Života: "Tržište novca", Privredni pregled - Beograd, 1990.
82. Rose Simon: "Dioničar", Privredni pregled - Beograd, 1994.
83. Rugg D. Donald: " Mutual funds - the Dow Jones - Irwin Guide", Dow Jones - Irwin - Iliones, 1986.
84. Saenger W. Bruce: "Marketing Mutual Funds and Limited Partnership to your life insurance clients", Farnsworth Publishing Company - New York, 1987.
85. Sametz W. Arnold, James L. Bicksler: " Institutional Investing - the challenges and rasponsibilitis of the 21 st. centuru", Business One Irwin - Ilinois, 1991.
86. Samuelson D. and W. Nordhaus: "Ekonomija", Mate - Zagreb, 1992.
87. Sauvain C. Harry: " Investment Management", Prentice hall - New Yersey, 1988.
88. Scott L. David: "Investing in Bonds", The Globe Peguot Press Old Saybrook - Connecticut, 1993.
89. Scott L. David: "Wall Street Words" , Houghton Mifflin Company - Boston, 1997.
90. Sefton Caroline: » A-Z of Investment « Financial Times and Prentice Hall – London 1998.
91. Seidle T. Neal and Snider J. Wiliam : » Investment Basics and Beyond «, American Bankar Association – Washington 1999.
92. Sheimo D. Michael : »Mutual Fund Rules – 50 Essential Axioms «, McGrow Hill – New York 2000.
93. Simoneti Marko, Estrin Saul and Bohm Andreja : » The Governance of Privatization Funds », Edward Elgar Publishing Limited – Cheltenham 1999.
94. Simoneti Marko: " Privatization Funds" , C.E.E.P.N. - Ljubljana, 1997.
95. Sloughter Joanna: " Investors Chronicle - Guide to Investment Trusts & Unit Trusts", Pitman Publishing - London, 1996.
96. Spaulding David: " Measuring Investment Performance", Mc Graw-Hill Book Company - New York 1997.
97. Stopp Christine : » Money Wise – Guide to Investing in Stockmarket «, Prentice Hall – Europe London 1999.
98. Suutari K. Raymond: "Business Strategy and Security Analysis", Irwin Professional Publishing - Chicago, 1996.
99. Trippi R. Robert and Lee K. Jae: " Portfolio Selection", Probus Publishing Company - Chicago, 1993.
100. Updegrave Walter : » Investing For The Financially Challenge «, Warner Books. New York 1999.
101. Vaitilingam Romesh: » Guide to Using the Financial Pages«, Financial Times – Pitman Publishing, London 1998.
102. Van Horne John: "Finansijski menadžment", Mate - Zagreb, 1993.
103. Vincent Charles: « be Your Own Stockbroker«, Financial Times and Prentice Hall – London 1999.
104. Vorst S. Karen and Wehmeyer Willadee : » Financial Market Restructuring in Selected Central European Countries » , Ashgate Publishing Limited - London 1998.
105. Vučetić Veljko: "Deonice kao hartije od vrijednosti", Prometej - Novi Sad, 1992.
106. Vujovich Dian: " Straight Talk About Mutual Funds", Mc Graw-Hill - New York, 1997.
107. Vunjak Nenad: " Finansijski menadžment", Ekonomski fakultet - Subotica, 1994.
108. Wiesenberger Investment Company Service: " Investment Companies Yearbook 1996 ", CDA Wiesenberger Rockviue - Maryland 1997.
109. Williamson K. Gordon : »100 The Best Mutual Funds You Can Buy 2000 «, Adams Media Corporation – Holborn 2000.

110. Wright Paul:« Investment and Saving Handbook», Allied Dunbar – London 1999.

OSTALA LITERATURA

111. " Creating Capital Markets in Central and Eastern Europe" - The World Bank, C.E.E.P.N - Ljubljana, 1995.
112. " Liberty All Star Equity Fund - Annual Report 1996", Liberty Financial - Boston, 1996.
113. " Privatization in Poland", Ministry of privatization - Warshawa, 1995.
114. " Program Privatizacije u Republici Crnoj Gori", IMD Fund Management
115. " Securities Markets Development"- C.E.E.P.N. - Workshop, Skopje, 1998.
116. " The National Investment Funds Programme", Ministry of Privatization - Warshawa, 1995.
117. " World Development Report 1996 - From Plan to Market ", Published for the World Bank. Oxford University Press 1996.
118. " World Development Report 1997", Published for the World Bank, Oxford University Press 1997.
119. "A Guide to Mutual Funds, Closed-end Funds and Unit Investment Trusts" - Investment Company Institute - Washington, 1997.
120. "An Investors Guide to Municipal Bonds", The Bond Market Trade Association - New York, 1997.
121. "Finansijska tržišta - povrćaj povjerenja u finansijske institucije" , Zbornik radova - Miločer, 1997.
122. "Finansijska tržišta - sistem regulisanja odnosa", Zbornik radova - Miločer 1996.
123. "Franklin Mutual Series Fund Inc. - Prospectus & Application " , Dial Ben, 1997.
124. "How to be a Succesfull Investor", John Hancock Funds - Boston, 1997.
125. "Institutions and Rules of Functioning of The Capital Market", Polish Securities and Exchange Commission-Warshawa, 1997.
126. "Legislative u drugom talasu kuponske privatizacije Republike Češke ", Prag, 1992.
127. "Privatization principles and practice", The World Bank - Washington, 1996.
128. "Reading the Mutual Fund Prospectus" , Investment Company Institute-Washington 1997.
129. "So Gen International Fund Inc. - Semi-Annual Report" - New York, 1997.
130. "Tax-Managed Growth Funds",Eaton Vance - Boston, 1997.
131. "The Vanguard Group - Annual Report and Prospectus", Vanguard Marketing Corporation - New York, 1997.
132. "What is a Mutual Funds", Investment Company Institute - Washington, 1999.
133. " Czech Republic Toward EU Accession - Main Report", The World Bank – Washington, 1999.
134. "Which ? Way to Save and Invest ", Consumer Association – London, 2000.

LEGAL

- 135. Zakon o bankama
- 136. Zakon o berzama i berzanskim posrednicima
- 137. Zakon o Fondu za razvoj Republike Crne Gore
- 138. Zakon o hartijama od vrijednosti
- 139. Zakon o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji preduzeća
- 140. Zakon o privatizaciji privrede
- 141. Zakon o investicionim fondovima i društvima za upravljanje Republike Slovenije
- 142. Zakon o investicionim fondovima i investicionim društvima Republike Češke
- 143. Zakon o vrijednosnim papirima Republike Češke
- 144. Investment company act 1940
- 145. Amandmans on Investment Company Act 1970
- 146. Zakon o investicionim kompanijama Velike Britanije

PERIODIKA

- 147. Ekonomist
- 148. Berza
- 149. Forbes
- 150. Baron's
- 151. Money
- 152. Wall Street
- 153. Investment Services
- 154. Business Week
- 155. Mutual Fund
- 156. Finance
- 157. Kapital

SAGLASNOST

Ja Zoran Lajović iz Podgorice br. l.k. IIU869841 brat pokojnog docenta doktora Dragana Lajovića u ime porodice Lajović dajem saglasnost Centralnoj univerzitetskoj biblioteci Univerziteta Crne Gore da doktorsku disertaciju pod naslovom **“Mogućnost razvoja zajedničkih fondova u našim uslovima”**, koja je autorski rad mog pokojnog brata docenta dr Dragana Lajovića može digitalizovati.

Davalac saglasnosti

Zoran Lajović

U Podgorici, 31.10.2025. godine

IZJAVA O
KORIŠĆENJU

Ovlašćujem Univerzitetsku biblioteku da u Digitalni arhiv Univerziteta Crne Gore unese doktorsku disertaciju pod naslovom:

“Mogućnost razvoja zajedničkih fondova u našim uslovima”, koja je autorski rad mog pokojnog brata.

Doktorska disertacija, pohranjena u Digitalni arhiv Univerziteta Crne Gore, može se koristiti pod uslovima definisanim licencom Kreativne zajednice (Creative Commons), za koju sam se odlučio.

Autorstvo

Autorstvo – bez prerada

Autorstvo – dijeliti pod istim uslovima

Autorstvo – nekomercijalno

Autorstvo – nekomercijalno – bez prerada

Autorstvo – nekomercijalno – dijeliti pod istim uslovima

Davalac izjave

U Podgorici, 31.10.2025. godine

