

**UNIVERZITET U NOVOM SADU  
EKONOMSKI FAKULTET SUBOTICA**

**STRATEGIJE UPRAVLJANJA POSLOVNIM RIZICIMA  
INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA FINANSIJSKOM  
TRŽIŠTU**

**Doktorska disertacija**

**Kandidat:**

**Mr Sandra Lj. Kovačević**

**Mentor:**

**Prof. dr Nenad M. Vunjak**

**2014**

**UNIVERZITET U NOVOM SADU  
NAZIV FAKULTETA EKONOMSKI FAKULTET  
SUBOTICA**

**KLJUČNA DOKUMENTACIJSKA INFORMACIJA**

Redni broj: RBR	
Identifikacioni broj: IBR	JMB 1809970125016
Tip dokumentacije: TD	Monografska dokumentacija
Tip zapisa: TZ	Tekstualni štampani materijal
Vrsta rada (dipl., mag., dokt.): VR	Doktorat
Ime i prezime autora: AU	Sandra Kovačević
Mentor (titula, ime, prezime, zvanje): MN	Prof.dr Nenad Vunjak
Naslov rada: NR	Strategije upravljanja poslovnim rizicima institucionalnih investitora na finansijskom tržištu
Jezik publikacije: JP	Srpski
Jezik izvoda: JI	srp. / eng.
Zemlja publikovanja: ZP	Bosna i Hercegovina Republika Srpska
Uže geografsko područje: UGP	Republika Srpska Banja Luka
Godina: GO	2014
Izdavač: IZ	autorski reprint
Mesto i adresa: MA	Banja Luka; Bulevar vojvode Stepe Stepanovića 163/5

Fizički opis rada: FO	(broj poglavlja 5 / stranica 286 / slika 45 / pregleda 54/ grafikona 24 / referenci 127 /časopisi, zbornici radova,zakonski akti 40/web sajtovi 4)
--------------------------	--

Naučna oblast: NO	Finansije (Bankarstvo)
Naučna disciplina: ND	Finansijska tržišta
Predmetna odrednica, ključne reči: PO	Institucionalni investitori, finansijska tržišta
UDK	
Čuva se: ČU	
Važna napomena: VN	
Izvod: IZ	
Datum prihvatanja teme od strane Senata: DP	15.10.2010. godine
Datum odbrane: DO	
Članovi komisije: (ime i prezime / titula / zvanje / naziv organizacije / status) KO	predsednik: član: član:

**University of Novi Sad**  
**Fakulty of Economics Subotica**

Key word documentation

Accession number: ANO	
Identification number: INO	JMB 1809970125016
Document type: DT	Monograph documentation
Type of record: TR	Textual printed material
Contents code: CC	Doctorate
Author: AU	Sandra Kovačević
Mentor: MN	Prof.dr Nenad Vunjak
Title: TI	Management strategy business risks of institucional investors on financial market
Language of text: LT	Serbien
Language of abstract: LA	eng. / srp.
Country of publication: CP	Bosna and Herzegovina Republic of Srpska
Locality of publication: LP	Republic of Srpska Banja Luka
Publication year: PY	2014
Publisher: PU	Autor reprint
Publication place: PP	Banja Luka, Bulevar vojvode Stepe Stepanovića 163/5

Physical description: PD	(chapter 5 / page 286/ image 45 / graph 24 / table 54 / newspapers, procee dings, legislative acst 40/web sites 4)
Scientific field SF	Finance (Banking)

Scientific discipline SD	Financial markets
Subject, Key words SKW	institutional investors, financial markets
UC	
Holding data: HD	
Note: N	
Abstract: AB	
Accepted on Senate on: AS	15.10. 2010. years
Defended: DE	
Thesis Defend Board: DB	president: member: member:

## Sadržaj

Uvodne napomene.....	1
----------------------	---

### Prvi dio:

<b>INSTRUMENTI INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU .....</b>	<b>6</b>
1. FUNKCIONISANJE FINANSIJSKOG TRŽIŠTA .....	6
1.1. Pojam i struktura finansijskog tržišta .....	6
1.2. Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrijednosti .....	10
1.3. Tržište kapitala i dugoročnih hartija od vrijednosti .....	14
1.4. Tržište deviza .....	18
2. INFRASTRUKTURNI OBLICI FINANSIJSKOG TRŽIŠTA.....	20
2.1. Finansijske berze i vanberzansko poslovanje kao oblik finansijskog tržišta .....	20
2.2. Pristup i učešće investitora na finansijskoj berzi .....	21
2.3. Berzanski posrednici - brokeri i dileri na finansijskom tržištu .....	23
2.4. Berzanski poslovi, kurs, kotiranje i izvještavanje na finansijskoj berzi.....	24
3. INSTRUMENTI FINANSIJSKOG TRŽIŠTA .....	27
3.1. Karakteristike instrumenata finansijskog tržišta .....	27
3.2. Obveznice kao najvažniji instrumenti finansijskog tržišta.....	30
3.3. Akcije kao instrumenti finansijskog tržišta .....	32
3.4. Ostali instrumenti finansijskog tržišta.....	34
4. DERIVATI INSTRUMENTATA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA .....	35
4.1. Finansijski derivati hartija od vrijednosti.....	35
4.2. Forvardi kao derivati hartija od vrijednosti.....	37
4.3. Fjučersi kao derivati hartija od vrijednosti.....	38
4.4. Opcije kao derivati hartija od vrijednosti .....	39
4.5. Svopovi kao derivati hartija od vrijednosti .....	41
5. EGZOTIČNI DERIVATI FINANSIJSKIH INSTRUMENTATA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU.....	43
5.1. Suština egzotičnih derivata hartija od vrijednosti .....	43
5.2. Investiranje u egzotične derivate hartija od vrijednosti.....	44
5.3. Razvoj finansijskog tržišta egzotičnih derivata.....	45

## **Drugi dio:**

<b>FONDOVI KAO INSTITUCIONALNI INVESTITORI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU .....</b>	<b>47</b>
1. ORGANIZACIONI OBLICI INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU .....	47
1.1. Institucionalni investitori na finansijskom tržištu .....	47
1.2. Poslovne banke na finansijskom tržištu .....	48
1.3. Investicione banke na finansijskom tržištu .....	51
1.4. Uloga centralne banka i države na finansijskom tržištu.....	55
2. INVESTICIONI FONDOVI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU .....	57
2.1. Poslovni koncept i funkcionisanje investicionih fondova.....	57
2.2. Vrste investicionih fondova .....	59
2.3. Poslovni ciljevi investicionih fondova .....	65
2.4. Sticanje prihoda investicionih fondova .....	66
3. INVESTICIONE KOMPANIJE NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU.....	67
3.1. Poslovni profil finansijskih investicionih kompanija.....	67
3.2. Uloga investicionih kompanija na finansijskom tržištu .....	69
3.3. Organizaciona struktura finansijskih kompanija.....	71
3.4. Učešće investicionih kompanije na finansijskom tržištu .....	73
4. PENZIONI FONDOVI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU.....	74
4.1. Penzioni fondovi kao institucionalni investitori.....	74
4.2. Privatni penzioni fondovi na finansijskom tržištu.....	76
5. OSIGURAVAJUĆI FONDOVI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU .....	79
5.1. Osiguranje imovine i života .....	79
5.2. Poslovanje osiguravajućih organizacija na finansijskom tržištu.....	80
5.3. Poslovanje kompanija za osiguranje života .....	82
5.4. Poslovanje kompanija za osiguranje imovine .....	82

## **Treći dio:**

<b>RIZICI POSLOVANJA SA HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU.....</b>	<b>83</b>
1. STRATEGIJA POSLOVNE POLITIKE FONDOVA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU .....	83

1.1. Poslovna politika investiranja fondova u hartije od vrijednosti na finansijskom tržištu .....	83
1.2. Proces upravljanja hartijama od vrijednosti u investicionom fondu .....	84
1.3. Poslovanje fondova na sekundarnom tržištu hartija od vrijednosti.....	86
<b>2. EMITOVNJE HARTIJA OD VRIJEDNOSTI FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU.....</b>	<b>87</b>
2.1. Proces emitovanja hartija od vrijednosti fondova na finansijskom tržištu.....	87
2.2. Primarna kupoprodaja hartija od vrijednosti .....	89
2.3. Plasman hartija od vrijednosti preko mješovitih fondova.....	92
2.4. Razlike u ciljevima emitenata hartija od vrijednosti i fondova na finansijskom tržištu.....	94
<b>3. FORMIRANJE CIJENA FINANSIJSKIH INSTRUMENATA FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU .....</b>	<b>95</b>
3.1. Faktori vrijednosti i cijena finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu.....	95
3.2. Formiranje vrijednosti i cijena obveznica fondova na finansijskom tržištu.....	96
3.3. Formiranje vrijednosti i cijena akcija fondova na finansijskom tržištu .....	100
3.4. Vrijednost i cijene diskontnih finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu .....	101
<b>4. CIJENE I PRINOS FINANSIJSKIH INSTRUMENATA FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU.....</b>	<b>103</b>
4.1. Vrste prinosa finansijskih instrumenata na finansijskom tržištu.....	103
4.2. Fiksni prinos obveznica kao finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu .....	104
4.3. Varijabilni prinos akcija kao finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu .....	105
4.4. Modeli utvrđivanja cijena finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu.....	106
<b>5. RIZICI I PRINOS FINANSIJSKIH INSTRUMENATA FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU.....</b>	<b>109</b>
5.1. Dimenzije rizika prinosa finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu.....	109
5.2. Rizici prinosa ulaganja u obveznice fondova na finansijskom tržištu .....	112
5.3. Rizici prinosa ulaganja u akcije fondova .....	113



5.4. Strukturni rizici investicionog portfolia fondova na finansijskom tržištu.....	115
---	-----

**Četvrti dio:**

<b>STRATEGIJE UPRAVLJANJA RIZICIMA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU.....</b>	<b>118</b>
1. STRATEGIJE, POLITIKE I RIZICI INVESTICIONIH FONDOVA.....	118
1.1. Formulisanje ciljeva i politika investicionih fondova .....	118
1.2. Tržišni faktori i strategije rasta investicionih fondova.....	121
1.3. Strategije upravljanja portfoliom investicionih fondova.....	123
1.4. Faze procesa upravljanja portfoliem investicionih fondova.....	126
2. STRATEGIJE INVESTITORA I UPRAVLJANJE RIZICIMA PRI IZBORU INVESTICIONIH FONDOVA .....	132
2.1. Strategijski kriterijumi individualnog izbora investicionih fondova.....	132
2.2. Strategijski elementi izbora početne pozicije ulaganja u investicione fondove	137
2.3. Strategije vrednovanja investicionih fondova u postupku ulaganja.....	140
2.4. Strategijski i operativni sadržaj prospekata investicionih fondova .....	142
3. STRATEGIJE UPRAVLJANJA PORTFOLIO RIZIKOM PRINOSA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI INVESTICIONIH FONDOVA.....	146
3.1. Portfolio strategije upravljanja rizikom prinosa i alokacija sredstava .....	146
3.2. Portfolio strategije upravljanja dospjećem u investicionom fondu .....	149
3.3. Portfolio strategije upravljanja rizicima primjenom derivata hartija od vrijednosti.....	155
4. MODELI FINANSIRANJA I STRATEGIJE UPRAVLJANJA RIZIKOM PORTFOLIO PENZIONIH FONDOVA .....	164
4.1. Modeli finansiranja penzionog osiguranja .....	164
4.2. Strategije upravljanja rizikom portfolia penzionih fondova .....	167
5. STRATEGIJE UPRAVLJANJA RIZICIMA OSIGURAVAJUĆIH KOMPANIJA .....	169
5.1. Strategije korporativnog upravljanja kompanijama osiguranja .....	169
5.2. Direktive Evropske unije za harmonizaciju osiguranja života.....	174
5.3. Strategije upravljanja portfoliom kompanija osiguranja života .....	175
5.4. Strategija upravljanja portfoliom kompanija osiguranja imovine.....	177

**Peti dio:**

<b>MODELI OCJENE I MJERENJA RIZIKA PERFORMANSI INVESTICIONIH FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU.....</b>	<b>180</b>
1. MODELI OCJENE BONITETA EMITENATA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI INVESTICIONIH FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU.....	180
1.1. Bonitet emitenata hartija od vrijednosti investicionih fondova na finansijskom tržištu.....	180
1.2. Rejtinzi emitenata hartija od vrijednosti investicionih fondova na finansijskom tržištu .....	183
1.3. Model rangiranja (rejting) boniteta emitenata akcija .....	189
1.4. Analiza potencijala investicionog tržišta.....	190
2. MODELI OCJENE I MJERENJA PERFORMANSI PORTFOLIA INVESTICIONIH FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU .....	193
2.1. Mjerenje performansi portfolia investicionih fondova na finansijskom tržištu	193
2.2. CAPM model mjerenja cijene kapitala u portfoliu investicionih fondova.....	197
2.3. CAPM indeksi mjerenja performansi portfolia investicionih fondova .....	202
2.4. Model teorije arbitražnog vrednovanja portfolia fonda (“APT“ model).....	207
3. MODELI ANALIZE I VREDNOVANJA INVESTICIONIH FONDOVA U REPUBLICI SRPSKOJ .....	208
3.1. Analiza kretanja tržišne kapitalizacije indeksa Banjalučke berze i indeksa finansijskih berzi regiona .....	208
3.2. Analiza performansi zatvorenih investicionih fondova (ZIF-ova).....	220
3.3. Mogućnost primjene portfolio teorije na tržištu Republike Srpske .....	230
3.4. Optimizacija rizika portfolia investicionih fondova u Republici Srpskoj.....	234
4. MODELI UPRAVLJANJA RIZIKOM PERFORMANSI DOBROVOLJNIH PENZIONIH FONDOVA .....	241
4.1. Modeli finansiranja i reforma penzionog sistema .....	241
4.2. Dobrovoljni penzioni fondovi i razvoj finansijskog tržišta.....	244
4.3. Upravljanje rizicima performansi dobrovoljnih penzionih fondova .....	248
4.4. Modeli mjerenja rizika performansi dobrovoljnih penzionih fondova .....	250
5. MODELI UPRAVLJANJA RIZIKOM OSIGURAVAJUĆIH KOMPANIJA.....	255
5.1. Poslovna izloženost korporativnim rizicima kompanija osiguranja.....	255
5.2. Proces i faze upravljanja korporativnim rizicima u kompanijama osiguranja ..	259
5.3. Modeli upravljanja korporativnim rizicima kompanija osiguranja.....	262

5.4. Modeli upravljanja portfolio rizikom osiguravajućih kompanija.....	265
<b>ZAKLJUČCI.....</b>	<b>269</b>
<b>LITERATURA.....</b>	<b>276</b>

## Uvodne napomene

Efikasno funkcionisanje finansijskog tržišta predstavlja važan preduslov stabilnog funkcionisanja tržišne privrede i privrednog razvoja. Da bi finansijsko tržište efikasno funkcionisalo, potrebno je postojanje, kao i značajno učešće institucionalnih investitora na tom tržištu. Razvoj finansijskih tržišta, a posebno tržišta kapitala kroz uključivanje domaće akumulacije u privredne tokove, u velikoj mjeri zavisi od institucionalnih investitora. U savremenim finansijskim sistemima, akumulacija predstavlja osnovni izvor ponude na tržištu kapitala.

Razvoj i funkcionisanje finansijskog tržišta predstavlja važan faktor u procesu privredne tranziciji, kao što je to slučaj u Republici Srpskoj, odnosno Bosni i Hercegovini. Reformski procesi u Republici Srpskoj obuhvataju promjene kod svih postulata ekonomije. Promjene se odnose na vlasničke strukture, zatim temeljne reforme i transformacije u privredi, javnom sektoru, finansijama, a posebno u bankarstvu, načinu funkcionisanja tržišne ekonomije i finansijskih tržišta. To važi i za sve zemlje u okruženju bivše SFRJ što predstavlja preduslov uspješnog izvršenja promjena u svim segmentima privrednog i društvenog razvoja.

Sve naprijed navedeno određuje i daje posebnu ulogu institucionalnim investitorima, koji su od velikog značaja za dalji razvoj finansijskih tržišta i funkcionisanja finansijskog i privrednog sistema u cjelini. Na tim pretpostavkama su zasnovane i dalje reforme finansijskog sektora u cijeloj Bosni i Hercegovini i njenom entitetu Republici Srpskoj. Razvoj tržišne privrede podrazumijeva prihvatanje određenih nivoa rizika i u tim uslovima efikasnu alokaciju finansijskih i drugih resursa u svim segmentima društva. Isto uključuje i upotrebu širokog spektra finansijskih instrumenata i njihovih derivata. Bez sveobuhvatne i razvijene strukture institucionalnih investitora i raznovrsnosti finansijskih instrumenata, teško je zamisliti efikasno funkcionisanje i razvoj privrede jednog društva.

Upravo zbog navedene uloge institucionalnih investitora, te potrebe njihovog kontinuiranog i efikasnog poslovanja u tržišnim uslovima, cilj ove doktorske disertacije jeste, da se pored obrade instrumenata finansijskog tržišta i infrastrukturnih i organizacionih oblika finansijskog tržišta, akcenat stavi na strategijsko upravljanje rizicima institucionalnih investitora. Dakle, nije samo riječ o strategijskom upravljanju rizicima institucionalnih investitora, kao što su to investicioni, penzioni i osiguravajući fondovi u

Republici Srpskoj, već i u državama u regionu, bivšim republikama SFRJ, pa i šire posmatrano. U doktorskoj disertaciji se posebno stavlja naglasak na strategije upravljanja rizicima investicionih fondova, što podrazumijeva i primjenu određenih modela upravljanja korporativnim i portfolio rizicima investicionih, penzionih i osiguravajućih fondova.

Doktorska disertacija sadrži brojne šematske slike, grafičke i tabelarne prikaze podataka, što disertaciju čini više transparentnom u analizi procesa strategijskog upravljanja rizicima pomenutih fondova. Sadržaj disertacije obuhvata, pored uvodnih napomena, zaključaka i literature, i pet dijelova, i to:

**Prvi dio:**

**INSTRUMENTI INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

1. Funkcionisanje finansijskog tržišta
2. Infrastrukturni oblici finansijskog tržišta
3. Instrumenti finansijskog tržišta
4. Derivati instrumenata finansijskog tržišta
5. Egzotični derivati finansijskih instrumenata na finansijskom tržištu

**Drugi dio:**

**FONDOVI KAO INSTITUCIONALNI INVESTITORI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

1. Organizacioni oblici institucionalni investitora na finansijskom tržištu
2. Investicioni fondovi na finansijskom tržištu
3. Investicione kompanije na finansijskom tržištu
4. Penzioni fondovi na finansijskom tržištu
5. Osiguravajući fondovi na finansijskom tržištu

**Treći dio:**

**RIZICI POSLOVANJA SA HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

1. Strategija poslovne politke fondova hartija od vrijednosti na finansijskom tržištu
2. Emitovanje hartija od vrijednosti fondova na finansijskom tržištu
3. Formiranje cijena finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu
4. Cijene i prinos finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu
5. Rizici i prinos finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu

**Četvrti dio:**

**STRATEGIJE UPRAVLJANJA RIZICIMA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

1. Strategije, politike i rizici investicionih fondova
2. Strategije investitora i upravljanje rizicima pri izboru investicionih fondova
3. Strategije upravljanja portfolio rizikom hartija od vrijednosti investicionih fondova
4. Modeli finansiranja i strategije upravljanja rizikom portfolio penzionih fondova
5. Strategije upravljanja rizicima osiguravajućih kompanija

**Peti dio:**

**MODELI OCJENE I MJERENJA RIZIKA PERFORMANSI INVESTICIONIH FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

1. Modeli ocjene boniteta emitenta hartija od vrijednosti investicionih fondova na finansijskom tržištu
2. Modeli ocjene i mjerenja performansi portfolia investicionih fondova na finansijskom tržištu
3. Modeli analize i vrednovanja investicionih fondova u Republici Srpskoj
4. Modeli upravljanja rizikom performansi dobrovoljnih penzionih fondova
5. Modeli upravljanja rizikom osiguravajućih kompanija

U **prvom dijelu** doktorske disertacije, koji nosi naziv: “Instrumenti institucionalnih investitora na finansijskom tržištu“, obrađeno je funkcionisanje finansijskog tržišta, infrastrukturni oblici i instrumenti finansijskog tržišta. Posebno je stavljen akcenat na derivate instrumenata finansijskog tržišta i egzotične derivate, pošto se derivati koriste u procesu upravljanja korporativnim i portfolio rizicima investicionih fondova.

U **drugom dijelu** disertacije, koji nosi naziv: “Fondovi kao institucionalni investitori na finansijskom tržištu“ analizirani su osnovni organizacioni oblici institucionalnih investitora, posebno uključujući zadatke i djelovanje investicionih fondova i investicionih kompanija na finansijskom tržištu. Pored toga, posebno su obrađeni penzioni fondovi i fondovi osiguravajućih kompanija. Naprijed navedenim analizama omogućava se potpun uvid u poslovanje ključnih fondova kao institucionalnih investitora na finansijskom tržištu.

U **trećem dijelu** disertacije, koja nosi naziv: “Rizici poslovanja sa hartijama od vrijednosti fondova na finansijskom tržištu“ obrađeni su koncepti poslovne politike i zaštite od rizika investicionih fondova. U daljem tekstu disertacije razmatrani su faktori i procesi u vezi emitovanja hartija od vrijednosti, kao i problemi formiranja cijena finansijskih

instrumenata fondova. Posebno su razmatrani odnosi cijena i prinosa finansijskih instrumenata, kao i odnos prinosa i rizika finansijskih instrumenata u poslovanju investicionih fondova.

**Četvrti dio** disertacije pod nazivom: “Strategije upravljanja rizicima hartija od vrijednosti fondova na finansijskom tržištu“ odnosi se na formulisanje strategije upravljanja rizicima, polazeći od povezanosti strategije, politike i rizika investicionih fondova. Posebno su razmatrane strategije pojedinačnih investitora u pristupu kao ulagača u izboru investicionih fondova, sa ciljem da se smanje rizici izbora loših ili manje dobrih fondova. Ništa manje značajno nije i razmatranje strategija upravljanja rizicima portfolia investicionih fondova, imajući u vidu važnost njihovog izbora. Strategije penzionih fonova imaju svoje specifičnosti u zavisnosti od vrste penzionog osiguranja, pa do vrste penzionog fonda, jer od njih u mnogome zavisi i mogućnost uspješne primjene pojedine strategije. Strategije upravljanja rizicima fondova kompanija osiguranja imaju takođe svoje specifičnosti (osiguranje života i osiguranje imovine).

**Peti dio** doktorske disertacije pod nazivom: “Modeli ocjene i mjerenja rizika performansi investicionih fondova na finansijskom tržištu“, posvećen je širokom spektru modela mjerenja rizika performansi investicionih, penzionih i fondova osiguranja na finansijskom tržištu. Prvo se razmatraju modeli ocjene boniteta emitenata hartija od vrijednosti, pošto od uspješnosti njihovog poslovanja zavise dijelom i uspjesi poslovanja investicionih fondova (fiksni prinosi obveznica i varijabilni prinosi akcija). Obrađeni su i modeli ocjene i mjerenja rizika performansi portfolia hartija od vrijednosti investicionih fondova, kao što su CAPM modeli i indeksi.

Posebno je obrađeno vrednovanje investicionih fondova (zatvorenih investicionih fondova) u Republici Srpskoj, uključujući kretanje njihove kapitalizacije i berzanskog indeksa, analiza performansi zatvorenih investicionih fondova (ZIF-ova). Istaknut je i obrađen problem primjene portfolio teorije na tržištima kapitala Srednje i Jugoistočne Evrope, te optimizacija rizičnog portfolia finansijskih instrumenata na finansijskom tržištu Republike Srpske. Značajan dio teksta posvećen je modelima upravljanja portfolio rizikom dobrovoljnih penzionih fondova u Republici Srbiji (u Republici Srpskoj isti ne postoje), te modelima upravljanja rizikom u fondovima osiguravajućih kompanija.

U doktorskoj disertaciji su izvedeni zaključci, koji na koncizan način ukazuju na njenu teorijsku i praktičnu sadržinu. Dat je i doprinos izučavanju ove veoma aktuelne finansijske

problematike u oblasti poslovanja investicionih fondova na finansijskom tržištu Republike Srpske i zemalja u regionu.



# **Prvi dio:**

## **INSTRUMENTI INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

### **1. FUNKCIONISANJE FINANSIJSKOG TRŽIŠTA**

#### **1.1. Pojam i struktura finansijskog tržišta**

Finansijsko tržište predstavlja organizovano mjesto gdje se susreću ponuda i tražnja za različitim finansijskim instrumentima. Na finansijskom tržištu se vrši alokacija novca i kapitala u privredi, tako da se “slobodna“ novčana sredstva usmjeravaju na emitente finansijskih instrumenata za koje investitori procjenjuju da su: pouzdani, perspektivni i profitabilni.

Na finansijskom tržištu se susreću ponuda i tražnja finansijskih sredstava, koja se putem finansijskih transakcija prenosi od finansijski suficitarnih subjekata ka finansijskim deficitarnim subjektima. Kod suficitarnih finansijskih subjekata se stvara finansijska aktiva, dok se kod deficitarnih finansijskih subjekata stvara finansijska pasiva.<sup>1</sup> Finansijska aktiva sa aspekta investitora (vlasnika kapitala) obuhvata:<sup>2</sup> a) hartije od vrijednosti, b) depozite, c) potraživanja, d) finansijska prava, e) devize, f) žiralni novac, g) zlato i plemenite metale.

Kriterijumi za razvrstavanjem finansijske aktive mogu biti prema: roku dospjeća, emitentima, mjestu emitovanja, funkciji na tržištu i sl. Sadržinu finansijske aktive čine: (1) kupci finansijskih instrumenata (vlasnici i investitori), (2) subjekti štednje, (3) ulaganja u različite oblike finansijskih instrumenata (koji imaju pravo na budući prihod). S druge strane, sadržinu finansijske pasive čine: (1) emitenti finansijskih instrumenata (prodavci), (2) subjekti investiranja, (3) prikupljena sredstva emisijom različitih oblika finansijskih instrumenata.

Sučeljavanjem suficitarnih i deficitarnih subjekata na finansijskom tržištu, ostvaruje se optimalna alokacija raspoloživog kapitala u privredi i društvu, pri čemu se deficitarnim subjektima omogućava da pribave nedostajući kapital za finansiranje različitih investicija u

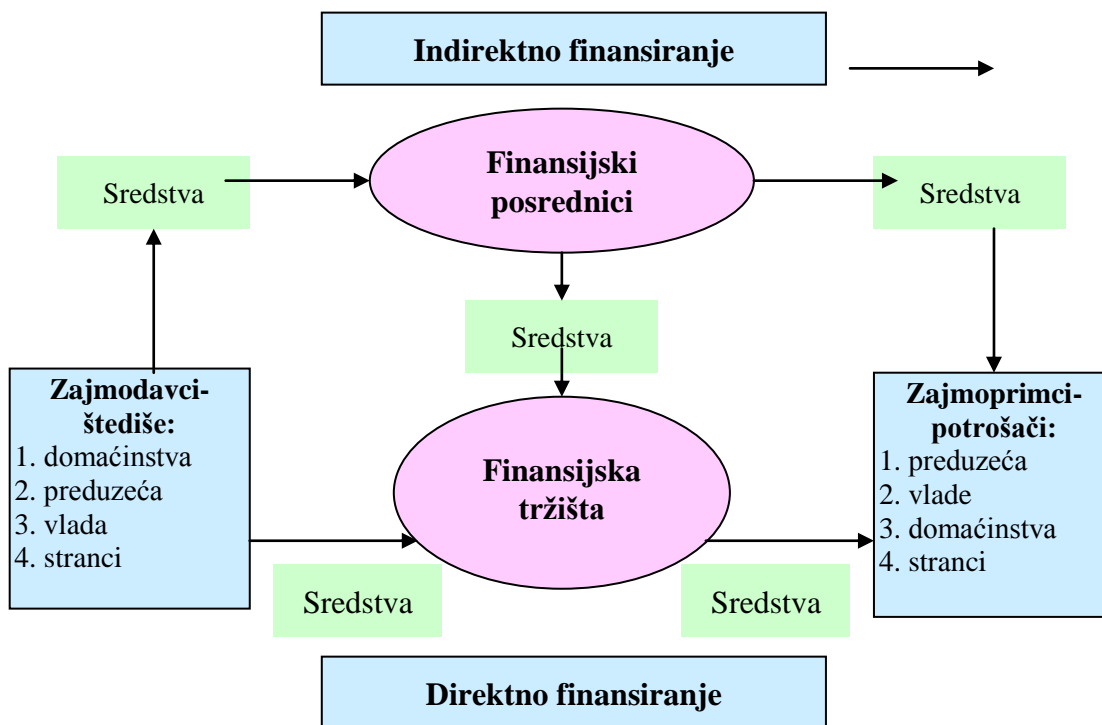
---

<sup>1</sup> Mishkin S. Frederic: Ekonomija novca, bankarstva i finansijskih tržišta, osmo izdanje, prevod, Mate Zagreb, 2010, str. 23-25.

<sup>2</sup> Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Finansijsko tržište, berze i brokeri, Ekonomski fakultet, Subotica, 2003, str. 11.

oblasti proizvodnje, prometa, usluga i sl. Za ta sredstva deficitarni subjekti treba da plate određenu cijenu, tj. kamatu i to u zavisnosti od roka upotrebe tuđeg kapitala.

Dakle, finansijska tržišta obavljaju jednu od važnih ekonomskih funkcija usmjeravanja “slobodnih“ novčanih sredstava od strane domaćinstava, preduzeća i Vlada ka onima kojima novčana sredstva nedostaju i koji žele trošiti za određene namjene više nego što raspolažu sredstvima. Taj funkcionalni odnos prikazan je na sljedećoj slici br. 1.



Slika br. 1: Tokovi sredstava kroz finansijski sistem zemlje<sup>3</sup>

Da bi se odvijao proces na finansijskom tržištu i da bi tržište efikasno funkcionisalo, neophodno je poznavati sljedeće determinante:<sup>4</sup>

- (1) vlasnički odnosi (isti tretman dati svim oblicima vlasništva),
- (2) tržišni uslovi privređivanja (djelovanje zakona ponude i tražnje),
- (3) autonomnost privrednih subjekata, kreiranje i realizacija poslovne odluke,
- (4) autonomnost poslovnih banaka i razvijen bankarski sistem (autonomnost u odlučivanju i o učešću na finansijskim tržištima),
- (5) razvijen finansijski sistem (finansijske institucije, tokovi i instrumenti),

<sup>3</sup> Mishkin S. Frederic: Ekonomija novca, bankarstva i finansijskih tržišta, osmo izdanje, prevod, Mate Zagreb, 2010, str. 24.

<sup>4</sup> Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Finansijsko tržište, berze i brokeri, Ekonomski fakultet, Subotica, 2003. god., str. 8.

- (6) veliki broj hartija od vrijednosti (veliki broj emitovanih hartija od vrijednosti podobnih za trgovanje na finansijskim tržištima),
- (7) formiranje cijena hartija od vrijednosti (saglasno ponudi i tražnji hartija od vrijednosti na finansijskim tržištima),
- (8) jedinstveno finansijsko tržište (jednoobraznost i standardizacija),
- (9) stabilnost kupovne snage novca i deviznog kursa (stabilno održavanje cijena i deviznog kursa),
- (10) autonomnost centralne banke u vođenju monetarno-kreditne politike,
- (11) otvorenost domaćeg tržišta novca i kapitala, kao i njihova povezanost sa međunarodnim tržištem novca i kapitala,
- (12) koncentracija i mobilizacija finansijskih sredstava,
- (13) poštovanje zakonske regulative (uređena pravna država) i
- (14) visok stepen razvoja privrede i društva (visok nacionalni dohodak, radi formiranja adekvatnog nivoa nacionalne štednje i ponude kapitala).

Sve ove determinante imaju uticaj na razvoj i funkcionisanje svih elemenata finansijskog tržišta. Zato je za uspješno funkcionisanje finansijskog tržišta potrebno funkcionisanje svih njegovih naprijed navedenih elemenata. Finansijsko tržište predstavlja najuticajniji segment ekonomske politike jedne zemlje, putem kojeg se obezbjeđuje kratkoročno i dugoročno funkcionisanje privrednog sistema svake tržišne privrede. Preko finansijskog tržišta vrši se optimalna alokacija novčanih sredstava i uz objektivne tržišne kriterijume omogućava optimalno korišćenje nacionalnih privrednih resursa jedne zemlje. Putem finansijskog tržišta realizuje se i autoritet monetarne vlasti dotične zemlje.

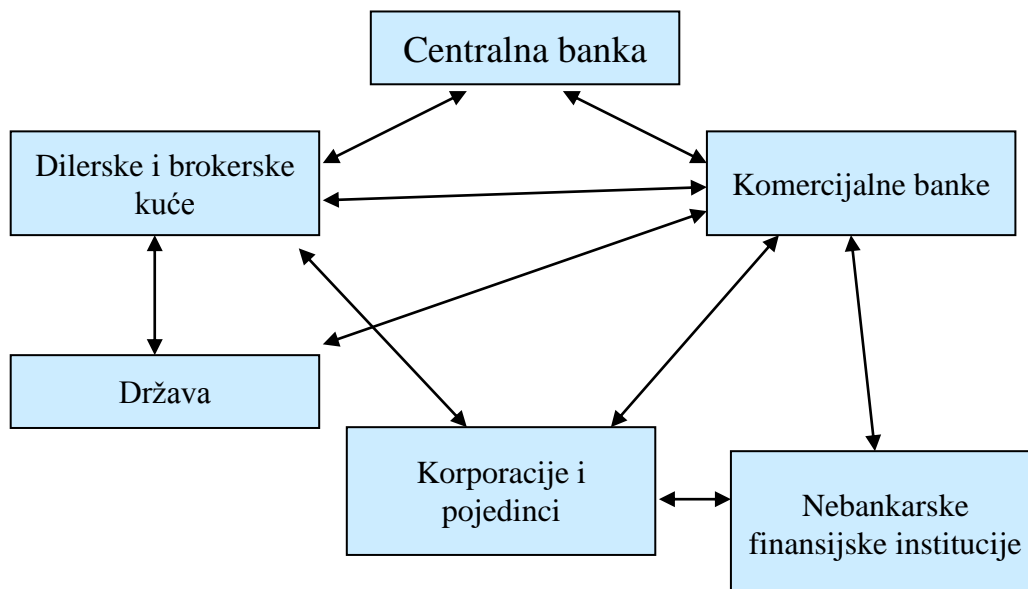
Za finansijsko tržište se može reći, da se na njemu sučeljavaju tekuće i investicione potrebe privrednih subjekata za novcem i vrši optimalna alokacija kratkoročnih i dugoročnih novčanih sredstava. Polazeći od različitih kriterijuma, finansijsko tržište je moguće podijeliti prema:

- (1) vrstama tržišnog materijala,
- (2) roku izvršenja obaveza,
- (3) načinu i obliku trgovanja,
- (4) organizacionoj formi,
- (5) načinu regulative sa pravilima i uslovima trgovanja,
- (6) ročnosti tržišnog materijala,
- (7) teritorijalnoj lokaciji trgovine,

(8) emisiji i trgovini sa hartijama od vrijednosti.<sup>5</sup>

Za svako finansijsko tržište je karakteristično da predstavlja nekoliko povezanih elemenata, kao što su: (1) mjesto gdje se trguje različitim oblicima finansijske aktive, (2) mehanizam preko koga se finansijska aktiva kupuje, prodaje i sa istom trguje, (3) organizovano mjesto i prostor na kome se traže, odnosno nude finansijska sredstva i na kome se, u zavisnosti od ponude i tražnje, organizovano formira cijena, (4) visoko konkurentno tržište finansijskih instrumenata, koji predstavljaju niz spremnih dogovorenih prava.<sup>6</sup>

Na finansijskom tržištu su prisutni brojni učesnici. Najvažniji učesnici se mogu prikazati na sljedećoj šemi tržišta novca:<sup>7</sup>



Slika br. 2: Učesnici finansijskog tržišta

Posebnu pažnju u ovom radu zaslužuje podjela finansijskog tržišta po ročnosti tržišnog materijala. Finansijsko tržište obuhvata sljedeće posebne segmente: (a) tržište novca i kratkoročnih hartija od vrijednosti, (b) tržište kapitala i dugoročnih hartija od vrijednosti, (c) tržište deviza i (d) tržište derivata hartija od vrijednosti.

<sup>5</sup> Ibidem, str. 3-4.

<sup>6</sup> Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Finansijska tržišta i berze, "Proloeter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL-Nezavisni Univerzitet Banja Luka, Čigoja Beograd, Subotica, 2009, str. 1-2.

<sup>7</sup> Choudhry Moorad: Bank Asset and Liability Management – Strategy, Trading and Analysis, John Wiley & Sons, Singapore (Asia), 2007, str. 23.

## 1.2. Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrijednosti

Tržište novca obuhvata sve tokove ponude i tražnje novca, tj. ponude i tražnje kratkoročnih finansijskih instrumenata. Na tržištu novca se trguje kratkoročnim hartijama od vrijednosti (do 1 godine), koje su izuzetno likvidni instrumenti i blizu su toga da budu novac. Transakcije na tržištu novca se obavljaju sa žiralnim novcem, kratkoročnim kreditima, depozitima, mjenicama, kratkoročnim hartijama od vrijednosti i slično.

Efikasan tržišni mehanizam na tržištu novca proširuje kapacitete finansiranja, djeluje na dnevno podešavanje i optimalno usklađivanje likvidnosti finansijskih posrednika. To sve povećava upotrebu, profitabilnost i likvidnost veoma širokog spektra hartija od vrijednosti i stimulatивно djeluje na inovacije u finansijskoj sferi. Novčano tržište, koje je organizovano kroz institucije i mehanizme, usmjereno i pod odgovarajućim nadzorom (centralne banke) utiče na povećavanje sigurnosti i likvidnosti i predstavlja značajan faktor disperzije rizika.

Tržište novca, preko instrumenata sa kojima rade i njihove tržišne cijene, koje se formiraju kroz uravnoteženje ponude i tražnje, povratno djeluju na emisioni mehanizam. Na taj način tržište novca predstavlja značajnu okosnicu za uspješnost sprovođenja monetarne politike. Novcem se ne trguje na tržištu novca, nego se trguje kratkoročnim hartijama od vrijednosti. Tri osnovne karakteristike tržišta novca su:<sup>8</sup>

- (1) uglavnom se prodaju u velikim apoenima,
- (2) imaju nizak rizik naplativosti,
- (3) dospijevaju unutar godinu dana od dana njihovog prvog izdavanja.

Većina instrumenata tržišta novca dospijeva u vremenskom roku od 120 dana. Na tržištu novca se sučeljavaju ponuda i tražnja, gdje se "slobodna" novčana sredstva transformišu u odgovarajuće novčane instrumente, koji se brzo i lako ponovo transformišu u novac ili druge likvidne plasmane. Za vrijeme koje je ugovoreno, investitor se odriče upotrebe "slobodnih" novčanih sredstava i dobija garanciju, da će ih dobiti nazad po isteku ugovorenog roka uz odgovarajući prinos (naknadu). Za to vrijeme investitor ne disponira sa tim sredstvima. Za subjekte koji se javljaju na strani tražnje, transakcija podrazumijeva pristup "slobodnim" novčanim sredstvima uz ustupanje odgovarajućih novčanih instrumenata. Za dotične subjekti je karakteristično da ostvaruju likvidnost kao svoj krajnji

---

<sup>8</sup> Mishkin S. Frederic: Finansijska tržišta i institucije, Mate, Zagreb, 2005. godina, str. 216.

cilj. U krajnjem slučaju, novčana sredstva subjekata, koji imaju suficit ovih sredstava, uz odgovarajuće kamate, prelaze onima koje imaju deficit tih sredstava.

Sve transakcije na tržištu novca se obavljaju u velikom broju aranžmana koje se označavaju posebnim subjektima koji u njima učestvuju. Zatim, posebnim subjektima koji se pri tome upotrebljavaju, kao i nizom specifičnih momenata koji su predmet ugovora na bilateralnoj ili multilateralnoj bazi. U ovim transakcijama dnevno učestvuju svi subjekti u finansijskom sistemu, počevši od centralne banke i države, preko različitih institucija do fizičkih lica.

U zavisnosti od instrumenata koji se upotrebljavaju pri trgovanju na tržištu novca razlikujemo:

- (1) tržište žiralnog novca, gdje se transakcije obavljaju prenosom žiralnog novca, sa subjekta koji ima suficit na subjekta koji ima deficit i potrebu da poboljša svoju likvidnost,
- (2) tržište kratkoročnih kredita koji se transferišu subjektima radi pokrivanja njihovih kratkoročnih potreba,
- (3) tržište kratkoročnih hartija od vrijednosti koje imaju verifikaciju da se njima može trgovati na tržištu novca, a u skladu sa propisanom odgovarajućom regulativom na tržištu novca,
- (4) tržište kratkoročnih depozita, odnosno tržište depozitnim certifikatima.

<b>Učesnik</b>	<b>Uloga</b>
Državna blagajna	Prodaje državne hartije od vrijednosti radi finansiranja državnog deficita
Sistem federalnih rezervi	Kupuje i prodaje državne hartije od vrijednosti, što predstavlja ključni način kontrole ponude novca
Preduzeća	Kupuju i prodaju različite kratkoročne hartije od vrijednosti, što predstavlja ključni način njihovoga upravljanja pozicijom likvidnosti
Poslovne banke	Kupuju i prodaju državne hartije od vrijednosti, prodaju certifikate o depozitu i odobravaju kratkoročne kredite, individualnim investitorima nude račune za ulaganja u hartije od vrijednosti tržišta novca
Investicione kompanije (brokerske kuće)	Trguju na tržištu u tuđe ime i za tuđi račun
Finansijske kompanije (leasing)	Kreditiraju stanovništvo

Učesnik	Uloga
Osiguravajuće kuće (imovine i nezgode)	Održavaju likvidnost kako bi bili u mogućnosti podmiriti nepredviđene obaveze
Penzioni fondovi	Dio sredstava drže u instrumentima tržišta novca, kako bi bili u mogućnosti za ulaganja u akcije i obveznice
Individualni investitori	Kupuju dijelove u novčanim fondovima
Novčani fondovi	Omogućavaju malim investitorima učestvovanje na tržištu novca, tako što okupljaju njihova sredstva radi ulaganja u hartije od vrijednosti tržišta novca (koje imaju veliku denominaciju)

Pregled br. 1: Poslovi koje obavljaju učesnici na tržištu novca <sup>9</sup>

Tržište novca integriše ponudu i tražnju finansijskih resursa i instrumenata, kao i transakcije između preduzeća, finansijskih institucija i stanovništva na jednoj strani, te centralne banke i države, na drugoj strani. Svi učesnici na tržištu novca obezbjeđuju uslove za održavanje likvidnosti, zadovoljavaju tražnju za novčanim sredstvima i ostvaruju sopstvene prihode uz što manje rizike.

Ove transakcije se na tržištu novca obavljaju preko specijalizovanih tržišta kao što su:<sup>10</sup> (1) kreditno tržište, gdje dolazi do susretanja ponude i tražnje za kratkoročnim kreditima, (2) eskontno tržište, gdje se vrši trgovina komercijalnim mjenicama, tj. njihov eskont (otkup prije roka dospjeća) i reeskont (kreditiranje takvog otkupa od strane centralne banke), (3) lombardno tržište, gdje se trguje lombardnim kreditima, (4) tržište žiralnog novca, gdje se kupuju i prodaju depozitni i žiralni novac, (5) bezgotovinsko primarno i sekundarno tržište kratkoročnih hartija od vrijednosti, (6) devizno ili internacionalno tržište, gdje se vrši kupovina i prodaja stranih sredstava plaćanja i utvrđuje cijena deviza (devizni kurs).

Obim i struktura trgovanja na novčanom tržištu, zavisi od učešća bankarskog sektora. Novčana tržišta na kojima učestvuje više banaka nazivaju se međubankarskim tržištem. Treba praviti razliku između novčanog tržišta i tržišta novca. Novčano tržište je vezano za ukupne novčane transakcije jedne nacionalne ekonomije, dok je tržište novca daleko uže i predstavlja određeni prostor, vrijeme i pravila, gdje se na organizovan način susreću ponuda i tražnja kratkoročnih hartija od vrijednosti i žiralnog novca. Poslije određenog perioda, shvatanje o tržištu novca se promijenilo tako da ono danas obuhvata i kratkoročne

<sup>9</sup> Mishkin S. Frederic: Finansijska tržišta i institucije, Mate, Zagreb, 2005. god., str. 220.

<sup>10</sup> Ristić dr Života: Tržište novca, Privredni pregled, Beograd, 1990. god., str. 70.

instrumente duga kao što su: (a) certifikati o depozitu, (b) komercijalni zapisi, (c) zapisi državne blagajne i (d) kratkoročne hipotekarne hartije od vrijednosti. Dakle, ovdje je riječ o instrumentima koji imaju veliku likvidnost i veliku sigurnost.

Na tržištu novca se formira i kratkoročna kamatna stopa koja je indikator cijene koštanja novca, kredita, pa i kapitala. Od visine kamatne stope zavisi ponuda i tražnja za novcem, kao i tokovi novca između privrednih subjekata. Tržište novca ima višestruki značaj za nacionalnu ekonomiju jedne zemlje, jer povezuje ponudu i tražnju za kratkoročnim novčanim sredstvima i finansijskim instrumentima. Na taj način tržište novca doprinosi ostvarenju većeg broja ciljeva u nacionalnoj ekonomiji.<sup>11</sup>

- (a) omogućava nesmetano obavljanje društvene i privredne aktivnosti svih učesnika, preko obezbjeđivanja sredstava za kratkoročno finansiranje poslova,
- (b) obezbjeđuje kratkoročne izvore sredstava za održavanje likvidnosti svih učesnika u privrednom životu,
- (c) omogućava ostvarivanje ciljeva kreditno–monetarne politike, kao što su: održavanje makro ekonomske stabilnosti, “zdravog“ novca, stabilnosti kamata, cijena deviznog kursa i sl.,
- (d) stvaranje mogućnosti za ostvarivanje dopunskih izvora prihoda mnogim učesnicima na finansijskom tržištu,
- (e) ostvarivanje ciljeva u domenu finansiranja državnog budžeta ili politike javnog duga,
- (f) olakšava uspješno funkcionisanje finansijskog sistema i u okviru njega posebno bankarskog sistema, i
- (g) pruža mogućnost zaštite od različitih vrsta finansijskih rizika.

Poslovanje na tržištu novca treba da obuhvati: jasna i jednoobrazna pravila, jedinstven način poslovanja, internacionalnost, tačnost i fer ponašanje svih učesnika. Poslovanje na tržištu novca takođe karakteriše visoka efikasnost, preciznost, disciplina, korišćenje najsavremenijih informacionih i telekomunikacionih tehnologija, te racionalnost i ažurnost svih učesnika.

---

<sup>11</sup> Erić dr Dejan: Finansijska tržišta i instrumenti, Čigoja, Beograd, 2003. god., str. 429.



### **1.3. Tržište kapitala i dugoročnih hartija od vrijednosti**

Tržište kapitala predstavlja institucionalno organizovan prostor sa svim potrebnim elementima neophodnim za njegovo funkcionisanje, polazeći od tačno određenog vremena, pa do pravila i uzansi ponašanja. U okviru te institucije se organizovano susreću ponuda i tražnja kapitala. U momentu kada su investitoru potrebna investiciona sredstva, odnosno kapital, on ih može pribaviti na tržištu kapitala, a može isti pribaviti i putem emitovanja obveznica, akcija ili drugih hartija od vrijednosti.

Tržište kapitala se na taj način razlikuje od drugih tržišta (tržišta novca, kreditnog tržišta i sl.), jer predstavlja specijalizovano tržište na kome se novac traži i nudi. Postoji i primarno tržište kapitala na kome se trguje već emitovanim dugoročnim hartijama od vrijednosti i sekundarno tržište kapitala. Tako se omogućava javnom i privatnom sektoru, pojedincima i korporacijama da uspješno mijenjaju strukturu i smjer svoga investicionog portfolia. U tom slučaju vlasnici kapitala (štediša) mogu preći u status zajmotražioca ili vlasnika potraživanja. Tržište kapitala omogućava tim subjektima usmjeravanje tog kapitala u one investicione programe koji su u datom momentu najrentabilniji i najprofitabilniji.

Kapital se može na tržištu kapitala koristiti kao: (1) zajmovni (kreditni) kapital, (2) akcijski kapital. Kod zajmovnog kapitala, vlasnici kapitala kao povjerioci i korisnici kapitala kao dužnici, uspostavljaju direktan ili posrednički kreditni odnos (npr. slučaj kada poslovne banke odobravaju dugoročne investicione kredite). U praksi su poznata tri oblika kreditnog kapitala i to: (1) investicioni krediti, (2) hipotekarni krediti, (3) dugoročni zajmovi (krediti). Investicioni kredit predstavlja svaku vrstu dugoročnog kredita, bez obzira na njegovu namjenu, način korišćenja, način odobravanja i način vraćanja. Hipotekarni kredit predstavlja vrstu dugoročnog kredita koji se hipotekom (zalogom za nepokretne stvari) zaštićuje od kreditnog rizika. Dugoročni zajam predstavlja svaku vrstu dugoročnog kredita koji potiče iz emisije dugoročnih hartija od vrijednosti.

Predmet finansijskih transakcija na tržištu kapitala jeste kapital, koga vlasnici (investitori) prodaju, a korisnici (preduzetnici) kupuju. Karakteristika tržišta kapitala jeste, da se kupac i prodavac kapitala dogovaraju o predmetu i uslovu kupoprodaje. Bez obzira ko je kupac, odnosno prodavac kapitala, predmet kupoprodaje na tržištu kapitala je uvijek kapital. Najvažniji uslov kupoprodaje kapitala odnosi se na njegovu cijenu. Veličina kapitala, koji je predmet kupovine između prodavca i kupca kapitala, u direktnoj je zavisnosti od obima njegove ponude i tražnje. Cijena kapitala kao predmet kupoprodaje treba da izražava

suprotne interese kupca u odnosu na interese prodavca kapitala. Interesi kupaca su da kapital kupe po najnižoj mogućoj cijeni, dok su interesi prodavaca da kapital prodaju po najvišoj mogućoj cijeni.

Osnovna funkcija tržišta kapitala odnosi se na činjenicu da pomiri interese kupca i prodavca kapitala, uz cijenu, koja je izraz zajedničke volje, o čemu se sačinjava kupoprodajni ugovor. Zapravo tržište kapitala ima kao osnovnu funkciju da omogući kupcu da kupi nedostajući kapital uz prihvatljive uslove, a prodavcu da omogući prodaju viška njemu nepotrebnog kapitala za njega prihvatljive uslove. Postizanje obostrano prihvatljivih uslova je u osnovi i funkcija tržišta kapitala. Tako da od stepena jedinstva tih interesa zavisi i stepen ostvarenja maksimalne funkcije tržišta kapitala, a koje ostvaruju svoju funkciju ako je zadovoljen najveći iznos iz postojeće ponude na tržištu kapitala.

Funkcija tržišta kapitala može se sagledati i preko njegove korisne usluge, i to po tri osnova:<sup>12</sup> (1) mogućnosti pretvaranja dugoročnih hartija od vrijednosti u likvidna sredstva, (2) mogućnosti sagledavanja tekuće valorizacije preduzeća preko tržišnih cijena hartija od vrijednosti i stope dividende, i (3) mogućnosti investicionog procesa tržišnog restrukturiranja preduzeća i banaka, koje pokazuju “slabe“ ili nedovoljne finansijske performanse.

Veći broj ovih mogućnosti otvara stalnu diferencijaciju preduzeća i banaka sa stanovišta njihovih ekonomskih performansi. Preduzeća i banke koji uspješnije rade, zadržavaju primat na tržištu, a oni koji rade slabije se restrukturiraju ili idu u likvidaciju. U tim slučajevima značajnu funkciju ima tržište kapitala kao nezaobilazno mjesto za sučeljavanje ponude i tražnje za kapitalom koje stvara mogućnosti za stalni rast i razvoj uspješnih privrednih preduzeća, kao i investicionih banaka koje su posrednici na tim tržištima u ekonomskim procesima.

Ciljevi tržišta kapitala, kao jednog od segmenata finansijskog tržišta u svim nacionalnim ekonomijama, su unaprijed predodređeni. Postojanje tržišta kapitala ima svoje ciljeve koji se najčešće manifestuju kroz:<sup>13</sup> (1) obezbjeđenje neophodnog kapitala za privredni razvoj i prosperitet nacionalne ekonomije, (2) alokaciju kapitala u najpropulzivnije investicije i najprofitabilnije privredne grane, (3) ostvarivanje najvećeg mogućeg prihoda po osnovu

---

<sup>12</sup> Ćirović dr Milutin: Zbornik radova: Reforma finansijskog sektora u socijalističkim zemljama (Uloga banaka i drugih finansijskih institucija u privrednim reformama), Savjetovanje, Beograd, 1989. god., str 8.i 9.

<sup>13</sup> Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Finansijsko tržište, berze i brokeri, Ekonomski fakultet, Subotica, 2003. god., str. 103.

vlasništva nad kapitalom, (4) povećanje novčane štednje u kvantitativnom i kvalitativnom smislu, (5) ostvarivanje maksimalno mogućeg obima kapitala, (6) determinisanje stvarne i tržišne cijene koštanja kapitala, (7) ostvarenje optimalne ročne strukture kapitala i sl.

Da bi tržište kapitala moglo funkcionisati i ostvarivati svoje ciljeve, neophodno je determinisati sljedeće ekonomske predulove: (a) vlasnike kapitala, (b) korisnike kapitala, (c) posrednike kapitala, (d) organizovani prostor, (e) pravila ponašanja, (f) trgovačke uzance. Kad su definisani svi ekonomski preduслови, a da bi se ostvarili ciljevi tržišta kapitala i da bi ono u jednoj zemlji bilo efikasno, isto zavisi od niza faktora, kao što su:<sup>14</sup>

(a) visine akumulirane štednje, (b) razvijenosti i efikasnosti bankarskog sektora, (c) većeg ili manjeg podsticanja štednje poreskom politikom, (d) razvijenost i rasprostranjenost različitih vrsta dugoročnih hartija od vrijednosti kao instrumenata tržišta kapitala za pribavljanje i plasiranje kapitala, (e) razvijenost i efikasnost berzi za trgovinu dugoročnim hartijama od vrijednosti, (f) efikasnosti tržišta novca, (g) politička, ekonomska i monetarna stabilnost, (h) razvijenost tržišnog ambijenta, i otvorenosti tržišta roba, tržišta rada, deviznog tržišta i novčanog tržišta.

Pravilno postavljeni ciljevi, uz stvorene uslove za razvijeno i efikasno tržište kapitala, otvaraju sve mogućnosti za poslovanje i uvećanje ličnog bogatstva, a što predstavlja osnovni cilj svih učesnika na tržištu kapitala. Dosadašnja praktična iskustva tržišta kapitala ukazuju, da se kao učesnici na tržištu kapitala najčešće pojavljuju:<sup>15</sup> (1) investitori i vlasnici kapitala u ulozi prodavca, (2) preduzetnici korisnici kapitala u ulozi kupca, (3) posrednici u formi banaka i drugih bankarskih organizacija, specijalizovanih finansijskih institucija kao i berzi, (4) država u ulozi regulatora i kontrolora.

Sa aspekta tržišnog odnosa, učesnici na tržištu kapitala mogu se svrstati: (1) u neposredne učesnike (direktno uspostavljen poslovni kontakt), (2) u posredne učesnike (poslovni kontakt uspostavljen uz učešće posrednika – finansijskih institucija). Sa aspekta organizovanog posla, učesnici na tržištu kapitala mogu se svrstati: (1) u organizovane učesnike (poslove obavljene na organizovanom tržištu kapitala), (2) u neorganizovane učesnike (posao obavljaju putem “slobodnog“ prometa i trgovine na tržištu kapitala). Osnovni zadatak investitora kao učesnika na tržištu kapitala odnosi se na zaštitu njihovih

---

<sup>14</sup> Vidi detaljnije o tome: Rodić dr Jovan: Poslovne finansije, Ekonomika, Beograd, 1991. god., str. 102.

<sup>15</sup> Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Finansijsko tržište, berze i brokeri, Ekonomski fakultet, Subotica, 2003. god., str. 103.

interesa. Ključno pitanje funkcionisanja tržišta kapitala upravo počiva na zaštiti interesa investitora. Interes investitora treba zaštititi od mogućeg rizika, prouzrokovanog od strane korisnika kapitala, povratom kapitala i naplatom prihoda po osnovu kamata.

Za investitora je karakteristično da zaštitom svog kapitala sprečava budućeg dužnika (korisnika kapitala) da realizuje svoj interes na štetu povjerioca (investitora). Međusobni odnosi povjerioca i dužnika na tržištu kapitala ukazuju na činjenicu, da tržišnu regulativu treba tako postaviti da ne dovodi investitora u neravnotežan položaj u odnosu na korisnika kapitala. Zaštitu interesa investitora kapitala moguće je ostvariti preko: (1) funkcionisanja savremenog sistema informisanja, (2) zaštite od naplate potraživanja, (3) zaštite izdavanjem bankarskih garancija i sl.

Na tržištu kapitala se korisnici kapitala pojavljuju kao kupci nedostajućeg kapitala. Aktivnost korisnika kapitala prisutna je i na primarnom i na sekundarnom tržištu kapitala. Poslovne operacije korisnika na tržištu kapitala, odnose se na: (1) primarnu emisiju, (2) plasmane emisije na tržištu, (3) regulaciju emisije kod nadležnih organa, (4) distribuciju efekata emisije, (5) eliminisanje oscilacija kursa i oscilacija tržišta, (6) zatvaranje emisije kapitala i sl.

Posrednici na tržištu kapitala su po broju malobrojniji, a po kvalitativnim elementima najvažniji učesnici tržišta kapitala. Za posrednike na tržištu kapitala je karakteristično, da u poslovnim odnosima treba da štite interese komitenata, što je u određenim slučajevima u suprotnosti sa njihovim interesima. Posrednici na tržištu kapitala se mogu prema kriterijumu njihove organizacione i funkcionalne strukture svrstati u sljedeće grupe: (1) banke i druge finansijske organizacije, (2) investicione fondove, (3) berze kao specijalizovane institucije tržišta kapitala. Za naprijed navedene posrednike je karakteristično, da se na tržištu kapitala mogu pojaviti u ulozi investitora, kao i u ulozi korisnika kapitala.

Kod učesnika na tržištu kapitala, tokom posljednjih decenija, došlo je do veoma velikog obima promjena. Te promjene na tržištu kapitala poprimile su brojne oblike: (1) u posljednje dvije decenije usporeni su procesi eliminisanja posrednika (disintermedijacija) i proces pretvaranja u hartije od vrijednosti (sekjuritizacija),<sup>16</sup> (2) odvija se proces

---

<sup>16</sup> Eliminisanje posrednika javlja se kada zajmoprimci i zajmodavci dolaze u neposredni kontakt, a da pri tome izbjegavaju banke. Eliminacija posrednika je bila moguća, jer su mnogi zajmoprimci imali bolji bonitet

sekjuritizacija pri kome banka svojim podružnicama prodaje postojeća dugovanja iz bilansa stanja,<sup>17</sup> (3) veoma se brzo odvijaju inovacije finansijskih proizvoda i tržišta, uvođenjem stalnih promjena u postojećim režimima, a što dovodi do novih sistematskih rizika,<sup>18</sup> (4) prisutne su institucije koje, kao učesnici, dominiraju na tržištu kapitala kao npr.: profesionalni penzioni fondovi, životno osiguranje u vezanoj štednji, kao i povjerenička i investiciona udruženja koja su u rastu, (5) došlo je do enormnog širenja “izvedenih” tržišta (“egzotika”), koja nude metode rukovanja sa neizvjesnošću,<sup>19</sup> (6) termimska i fjučers tržišta su prisutna već godinama, ali se u posljednje dvije decenije desila eksplozija novih oblika investiranja i novih finansijskih proizvoda,<sup>20</sup> (7) poslije 1980. godine su Vlade, koje su strogo nadzirale i propisivale tržište kapitala, upustile u proces liberalizacije i popuštanja kontrole.<sup>21</sup>

I pored postignutog jedinstva u koordinaciji osiguranja, minimalnih zahtjeva za kotaciju na berzama, minimalnih odredbi obavještanja, usklađivanja objave emisije, te minimalnih standarda za zajedničke investicione projekte, još uvijek je nestabilno na tržištu kapitala uz prisutne permanentne rizike.

#### **1.4. Tržište deviza**

Na deviznom tržištu se vrši organizovana kupovina i prodaja stranih sredstava plaćanja, efektivnog stranog novca na teritoriji jedne zemlje. Trgovina valutama među zemljama podrazumijeva trgovinu i razmjenu različitih valuta i bankarskih depozita denominiranih u različitim valutama. Dotična trgovina se odvija na deviznom tržištu. Kupovinu i prodaju deviza na deviznom tržištu vrše ovlašćene banke za devizno poslovanje, kao i domaća i

---

od postojećih banaka. To se naročito desilo u nekim zemljama od kada je nastala međunarodna dugovna kriza, a koja je uzrokovala korigovanje ranga (rejtinga) mnogih većih banaka.

<sup>17</sup> Premještanjem dugovanja iz bilansa stanja, banka “oslobađa” potencijal za dalje plasmene.

<sup>18</sup> Tako je uobičajeno da banke postaju partneri u zamjeni obaveza i opcijama preuzimaju rizik na sebe. Isto tako, učinak neprovjerenih finansijskih tehnika može dovesti do “sloma” berze, kao u SAD-u 1987. god., kada su institucije vjerovala da mogu zadržati dobitke sa tržišta koji su rasli novim trgovinskim tehnikama, kao što je “osiguranje portfolia”.

<sup>19</sup> Ova egzotična sredstva izgledaju kao sofisticirana, ali imaju veliku neizvjesnost (poput kockanja).

<sup>20</sup> Na primjer, na tržištu obveznica postoje obveznice sa varijabilnom stopom, obveznice bez kupona, obveznice s opcijom ponude, obveznice sa odvojenim plaštem i kuponima, obveznice denominirane u dvije valute, obveznice vezane za index, hipotekarne obveznice. Na finansijskim tržištima postoje certifikati o depozitu, evropsko tržište komercijalnih zapisa, fondovi novčanog tržišta, devizni računi. Na izvedenim tržištima postoje opcije kojima se trguje na kapital, indeksne opcije, akcije vezane za indeks, fjučers, ugovori, opcije na fjučers ugovore, valutne opcije u varijanti uz povrat novca. Na tržištu zamjene obaveza postoje valutne zamjene, kamatne zamjene, zamjene obaveza uz opcije itd. Veliki broj ovih finansijskih proizvoda nudi se preko posrednika hartija od vrijednosti u vidu “finansijskog inženjeringa” učesnicima na tržištu kapitala, odnosno korporativnim klijentima usluga.

<sup>21</sup> Ujedno treba naglasiti, da su berze pojednostavile zahtjeve za uvrštavanje na berzi, što je dovelo do jeftinijeg i lakšeg pristupa na tržištima kapitala kao i do njegove internacionalizacije. Tako već 1992. god. dolazi do jedinstvenih tržišta i primjena jedinstvenih standarda, kao i brojnih Direktiva u Evropi.

strana lica. Transakcije na deviznim tržištima određuju kurseve (stope) po kojima se valute razmjenjuju.

Devizno tržište podrazumijeva trgovinu finansijskim instrumentima kojima se vrši plaćanje između učesnika kao pravnih i fizičkih lica iz različitih zemalja bilo po osnovu spoljnotrgovinske razmjene (firme i banke) ili po osnovu raznih drugih prava i obaveza. Među finansijskim instrumentima deviznog tržišta najznačajniji su: papirni devizni novac, note koje glase na devize, čekovi koji glase na devize, mjenice koje glase na devize, i elektronske notifikacije inostranih dugova i kredita. Tržište derivata finansijskih instrumenata obuhvata poslovanje sa: fjučersima, opcijama i svopovima. Pored navedenih derivata finansijskih instrumenata, u novije vrijeme imamo pojavu i egzotičnih derivata finansijskih instrumenata, koji se koriste u špekulativne svrhe. Oni imaju visok nivo rizika, ali zato nude kao izazov visoke stope prinose.

Na deviznom tržištu postoje dvije vrste deviznih transakcija. Osnovne transakcije na deviznom tržištu su promptne, spot ili trenutne transakcije, neposredne (u roku od dva dana) razmjene bankarskih depozita. Postoje i terminske transakcije koje podrazumijevaju razmjenu bankarskih depozita na neki određen datum u budućnosti. Spot, promptni ili trenutni devizni kurs je vezan za spot transakciju, a terminski devizni kurs je vezan za terminsku transakciju. Ako poraste valutna vrijednost onda valuta apresira, a ako joj pada vrijednost u odnosu na neku drugu valutu, onda dotična valuta depresira.

Tako na primjer, depresijacija evra smanjuje vrijednost Italijanske robe u Americi, a povećava cijenu Američke robe u Italiji. Ovakvo razmišljanje može nas dovesti do sljedećeg zaključka:<sup>22</sup> Kada valuta neke zemlje apresira (poraste njezina vrijednost u odnosu na valutu drugih zemalja), roba te zemlje u inostranstvu postaje skuplja, a strana roba u toj zemlji postaje jeftinija (držeci domaće cijene u tim zemljama konstantnim). S druge strane, kada valuta neke zemlje depresira, njezina roba postaje u inostranstvu jeftinija, a inostrana roba u toj zemlji postaje skuplja.

---

<sup>22</sup> Mishkin S. Frederic: Finansijska tržišta i investicije, Mate, Zagreb, 2005. god., str. 315.

## 2. INFRASTRUKTURNI OBLICI FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

### 2.1. Finansijske berze i vanberzansko poslovanje kao oblik finansijskog tržišta

Sekundarno tržište može da bude organizovano na dva načina: (1) kao berzansko tržište i (2) vanberzansko tržište.<sup>23</sup> Berza predstavlja posebno stalno tržište, sa unaprijed utvrđenim kriterijima, pravilima i vremenskim sekvencama. Finansijske berze su neprofitne institucije čiji su osnivači Korporacije koje žive od posredovanja u trgovini hartijama od vrijednosti. Berze kao institucije ne kupuju i ne prodaju hartije od vrijednosti, već samo omogućavaju kupoprodaju berzanskog materijala. Međutim, NYSE i AMEX su privatne asocijacije gdje pojedinci kupuju svoje članstvo ili mjesta. Tako, na primjer, NYSE ima 1.366 članova, a AMEX ima 661 člana. Oskudnost mjesta na finansijskim berzama i njihova važnost kreira za njih konkurentsko tržište.<sup>24</sup>

Vanberzansko tržište ili OTC tržište (engl. "over the counter") je drugi način organizovanja sekundarnog tržišta hartija od vrijednosti. To je tržište na kome su dileri na različitim lokacijama spremni kupiti i prodati hartije od vrijednosti "preko šaltera" bilo kome ko je spreman da kupi ili proda po određenoj cijeni. Dileri na ovom OTC tržištu su međusobno u komunikaciji, te se cijene na ovom tržištu formiraju pod konkurentskim uslovima. Osnovna karakteristika OTC tržišta pokazuje da na njemu mnogi trguju običnim akcijama, dok velike korporacije trguju na berzama kao organizovanim tržištima akcija.

Kada je riječ o berzanskom tržištu, treba naglasiti da postoji više vrsta berzi. Po predmetu poslovanja mogu se podijeliti na: finansijske, efektne, devizne i robne.<sup>25</sup> Najvažniji organizacioni oblik savremenog organizovanog finansijskog tržišta (sekundarnog tržišta kapitala) hartija od vrijednosti su efektne berze. Predmet poslovanja efektne berze su hartije od vrijednosti među kojima su najvažnije: akcije i obveznice. Funkcionisanje berze

---

<sup>23</sup> Najstarija berza na svijetu je Londonska berza zvanično osnovana 1773. godine, mada se smatra da je njen originalni datum osnivanja vezan za još jedan vijek unazad, pa čak i više od toga. Druge berze su osnovane sljedećim redom: U Filadelfiji 1790. godine prva američka berza, u Parizu 1802. godine, u Tokiju 1818. godine, u Sidneju 1872. godine itd. Međutim, u Njujorku, na sastancima trgovaca u Wall Street-u preinačeno je "button wood tree" 1817. godine u ime New York Stock Exchange Board. Sve do pojave New York Curb Exchange 1842. godine, koja je do 1921. godine bukvalno radila na ulici, tek 1953. godine postaje poznata pod sadašnjim imenom The American Stock Exchange (AMEX). Vidi detaljnije: Richard Saul Wurman, Alan Siegel and Kenneth M. Morris: The Wal Street Journal – Guide to Understanding Money and Markets, Access Press, New York, 1990, str. 24.

<sup>24</sup> Evo nekoliko cijena jednog mjesta na NYSE berzi: 1876.godine=4.000 dolara, 1929.godine=625.000 dolara, 1930.godine=205.000 dolara, 1942.godine=17.000 dolara, 1987.godine=1,100.000 dolara, 1988.godine= 665.000 dolara, Ibidem, str. 25.

<sup>25</sup> Pored berzi hartija od vrijednosti, postoje i sljedeće vrste berzi: produktna berza, berza plemenitih metala, berza krzna itd.

kao institucije je precizno regulisano. Karakteristično je da berza radi svakog radnog dana. Zna se početak, operativna procedura i vrijeme završetka rada berze. Pristup i učešće u radu berze imaju samo ovlašćena lica.

Rast i nivo poslovanja finansijske berze mjeri se određenim indikatorima, kao što su: (1) veličina berze, (2) stepen likvidnosti berze, (3) kolebljivost prinosa na berzi, (4) koncentracija na berzi, i (5) formiranje cijena akcija na berzi. Veličina berze mjeri se kapitalizacijom i brojem kotiranih kompanija na berzi. Stepem likvidnosti berze podrazumijeva lakoću prodaje i kupovine akcija na berzi. Kolebljivost prinosa na berzi odnosi se na standardnu godišnju devijaciju prinosa akcija. Koncentracija na berzi odnosi se na stopu kapitalizacije deset najvažnijih akcija na finansijskoj berzi. Konačno, formiranje cijena akcija podrazumijeva stepen arbitraže, odnosno odstupanja cijena akcija u procentima i vremenu trajanja u odnosu na vodeće svjetske berze. Za učesnike, poslovanje na finansijskoj berzi podrazumijeva angažovanje sopstvenih finansijskih sredstava i mogućnost zarade uz preduzimanje rizika, koji se najviše manifestuje u špekulativnim poslovima.

## **2.2. Pristup i učešće investitora na finansijskoj berzi**

Ako na trenutak, ostavimo rizik po strani, smatra se da su finansijske berze atraktivne kao mjesto za ulaganje novca iz dva razloga, koji su vezani za znanje i vještinu investitora: (1) likvidnost, i (2) utrživost. Investitor može učestvovati na tržištu hartija od vrijednosti direktno i indirektno, što zavisi od toga ko donosi odluke o kupovini odnosno prodaji hartija od vrijednosti. Ulaganje u udružene i penzione fondove podrazumijeva donošenje indirektnih odluka, pošto odluke u ime ulagača novca donose profesionalni menadžeri.

Podemo li od toga da odluku treba da donese direktno ulagač i da su u pitanju akcije, onda ulagač odnosno investitor mora poći od sljedećih važnih kriterija za donošenje odluke kao što su: (1) iznos novca za ulaganje, odnosno investiranje, (2) poznavanje tržišta akcija, (3) poznavanje područja, industrije i kompanija, (4) iznos unaprijed akceptiranog rizika, i (5) ciljevi ulaganja.<sup>26</sup>

Pored navedenih kriterija, postoje i mnogi različiti nivoi tržišta akcija i svaki od njih ima svoj način poslovanja. Na primjeru u SAD, su dvije finansijske berze primarne: Njujorška

---

<sup>26</sup> Sutton David: Understanding the Stock Market SelfTeaching Seminars, One of Series of Hands On Workshops Dedicated to the Serious Investor, Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1989, str. 20.



berza (“The New York Stock Exchange” - NYSE) i Američka berza (“American Stock Exchange”- AMEX). Ostale berze su manje i imaju regionalni značaj. Ove dvije berze traže od kompanija izdavalaca ili emitenata akcija ispunjavanje viših standarda nego ostale regionalne berze. Da bi jedna kompanija došla na listu u Njujorškoj berzi (NYSE), ona mora obezbijediti razmjenu sljedećih informacija:<sup>27</sup> (1) istoriju kompanije, (2) finansijsku strukturu, (3) veličinu (obim) poslovanja, (4) veličinu prihoda, (5) područje poslovanja, (6) poziciju i stabilnost Kompanije u industriji. Pri tome treba napomenuti, da Američka finansijska berza (AMEX) ima nešto blaže standarde nego Njujorška berza (NYSE).

Ukoloko bi finansijska berza prihvatila Kompaniju u listu, tada Kompanija potpisuje ugovor sa berzom, kojim se Kompanija, između ostalog, obavezuje da će redovno i ažurno dostavljati navedene informacije. Te informacije znače iznošenje u javnost svake promjene sljedećih podataka: (1) godišnje zarade, (2) kvartalne zarade, (3) objave o dividendi, (4) spajanju i pripajanju, (5) tenderske ponude, (6) pad akcija, (7) glavne promjene u menadžmentu, (8) razvoj novih proizvoda, i (9) nove ili promjene u glavnim ugovorima. Među minimalnim zahtjevima, koji se traže da Kompanija ispuni, su: (1) držanje najmanje 1.000.000 akcija, (2) da je tržišna vrijednost tih akcija najmanje \$ 16 miliona, (3) godišnji neto prihod, prije poreza, od \$ 2,5 milona ili više, (4) ukupan broj akcionara najmanje 2.000, i (5) neto aktiva od \$ 18 miliona ili više.

Standardi i procedure pomažu kod procjene finansijske pouzdanosti Kompanije prije nego se njene akcije stave na listu berze (“listing“). Sasvim je jasno, da to nije garancija da Kompanija koja je na listi, nema finansijskih problema. Međutim, to u izvjesnom smislu obezbjeđuje podatke o stabilnosti za ulagače, odnosno investitore. Investitori ne smiju gubiti iz vida činjenicu da to nisu zahtjevi, koji će ih zaštititi od pada cijena akcija. Tržišnu vrijednost akcija određuje ponuda i tražnja akcija na berzi, čiji su nosioci kupci i prodavci akcija.

---

<sup>27</sup> Ibidem, str. 21.

### 2.3. Berzanski posrednici - brokери i dileri na finansijskom tržištu

Brokери kao posrednici imaju posao da klijentu pronađu najbolju raspoloživu cijenu i kada to oni traže, da obezbijede pravovremene i pouzdane investicione savjete. Samo broker<sup>28</sup> može izvršiti nalog za kupovinu ili prodaju hartija od vrijednosti, akcija ili obveznica. Jedino broker čija je brokerska firma član berze, može da trguje finansijskim instrumentima na toj berzi.<sup>29</sup>

Brokerske firme mogu da zapošljavaju dvije vrste brokera: (1) berzanske mešetare ("stockbrokers"), i (2) diskontne brokere ("discount broker"). Berzanski mešetari obavljaju poslove izvan kancelarije brokera, rade na terenu, tražeći investitore i pomažu klijentima pružajući im savjete u formulisanju ciljeva investiranja. Pošto je ulaganje sredstava u hartije od vrijednosti sve složenije u savremenim uslovima, mešetari vrše u neku ruku i misionarski posao, specijalizujući se za uže vrste pa čak za samo jednu ili dvije vrste poslova. Mešetari se zovu i ovlašćeni odnosno registrovani mešetari ("registered representatives"). Diskontni brokери striktno obavljaju svoj posao kao agenti transakcija i ne pružajući savjete investitorima.

Na finansijskom tržištu je prisutna razlika između dilera i brokera. Brokери i dileri mogu da kupuju ili prodaju finansijske instrumente klijentima. Kada posluju kao agenti, oni kupuju i prodaju u ime svojih klijenata, koji preuzimaju na sebe odgovornost za gubitak i imaju korist od profita. Brokери primaju samo nadoknadu za profesionalno izvršavanje naloga svojih klijenata.

Kada posluju kao dileri (principali), oni kupuju i prodaju hartije od vrijednosti za sopstvene potrebe, a ne za potrebe svojih klijenata ("institucionalni investitori"). Kao principali preuzimaju u potpunosti rizik vlasništva. Kada prodaju hartije od vrijednosti klijentima ili drugim brokerima ili dilerima, tada oni ostvaruju zaradu ili gubitak u zavisnosti od uspješnosti dotične tržišne transakcije. U ovom slučaju oni ne primaju proviziju, već učestvuju u porastu ili padu cijena hartija od vrijednosti na finansijskom tržištu.

---

<sup>28</sup> Brokери se mogu pojavljivati i pod drugim raznim imenima u zavisnosti gdje obavljaju brokerski posao. Tako su poznati kao: *Financial Consultant* u firmi Merrill Lynch ili Sherason Lehman Hutton, *Institutional Salesman* u firmi Salomon Brothers, *Securities Salesperson* u firmi Goldman Sachs, *Account Executive* u firmi Dean Witter, *Investment Executive* u firmi Paine Webber, *Portfolio Salesman* u firmi First Boston. Od najvećih brokerskih kuća, samo Morgan Stanley zove brokera jednostavno *broker*.

<sup>29</sup> Izraz *broker* prvi put se počeo koristiti oko 1622. godine u značenju agenta za finansijske transakcije. Inače, originalno značenje naziva odnosi se na trgovce vina na malo, koji su otvarali burad vina, odnosno svrdlom bušili čepove na bačvicama vina.

Za finansijsko tržište je karakteristično da nije locirano ni na jednom mjestu. Njega čini na hiljade brokerskih, odnosno dilerskih firmi lociranih širom zemlje, koji vrše poslovne transakcije putem telefona. Najveći broj ovih firmi je na otvorenom tržištu ("over-the-counter") i učestvuje u svim ovim poslovima. Samo se neke od njih specijalizuju za poslove u pojedinim tipovima hartija od vrijednosti, pojedinim vrstama obveznica kao što su državne ili komunalne obveznice. Neke od ovih brokerskih, odnosno dilerskih firmi posluju na oba tržišta: i na berzama i na otvorenom tržištu ("OTC").

Samo preko brokera klijenti mogu da kupuju i prodaju hartije od vrijednosti. Broker posluje sa klijentima na osnovu ugovora i naloga klijenta. Nalog brokeru može da bude: (1) tržišni nalog, i (2) uslovljeni nalog. Najčešći nalog brokeru je tržišni nalog, kojim se od brokera zahtjeva kupovina i prodaja po najboljoj raspoloživoj cijeni na finansijskom tržištu. Uslovljeni nalog podrazumijeva određene uslove pod kojima broker treba da obavi kupovinu, odnosno prodaju hartija od vrijednosti za dotičnog klijenta. Nalog može da bude limitiran u pogledu najniže prodajne cijene i to u slučaju pada cijena ("stop order") i u slučaju rasta cijena ("limit order to sell").

Za svoje usluge broker može obračunati i naplatiti punu ili diskontnu naknadu. Prilikom kupoprodaje akcija, puna usluga obuhvata davanje klijentu paketa usluga, koje obuhvataju:<sup>30</sup> (1) investiciono istraživanje (analizu tržišnih trendova, mogućnost buduće zarade), (2) upravljanje sredstvima (upravljanje računom, koji služi kao: štedni, tekući i investicioni račun), (3) investicioni savjeti (profesionalne analize, preporuke klijentu za kupovinu i prodaju), (4) izvršenje naloga (u vrsti, tipu i cijeni po želji klijenta), i (5) sprovođenje klirinške procedure (plaćanje, naplate, prenos vlasništva). Diskontna nadoknada može da bude u obliku forme: (1) određenog procenta od cijene akcija, i (2) novčani iznos zasnovan na broju akcija kojima se trguje. Koja će se vrsta nadoknade primjeniti zavisi od međusobnog dogovora klijenta i brokera, odnosno klijenta i dilera.

#### **2.4. Berzanski poslovi, kurs, kotiranje i izvještavanje na finansijskoj berzi**

Globalno gledano, berzanski poslovi se dijele na: (1) promptne, i (2) terminske. Pod promptnim poslovima se podrazumijevaju poslovi koji imaju realno pokriće i mogu se obaviti odmah ili u određenom kratkom roku. Oni su realni pošto iza njih stoji realna roba, hartije od vrijednosti ili novac. Terminski poslovi su špekulativni poslovi, iza njih ne stoji

---

<sup>30</sup> John M. Dalton: How the Stock market Works, The New York Institute of Finance, 1988, str. 32-33.

realno pokriva, već prodaja određenih vrsta standardnih ugovora čija je podloga realno ne postojeća konkretna roba, već promjena cijene određene vrste robe ili hartija od vrijednosti na određeni dan u budućnosti.

Poslovi na efektivnoj berzi također se mogu svrstati u dvije navedene grupe: promptne i terminske. U okviru promptnih poslova, koji se izvršavaju odmah ili u kratkom roku od najviše pet radnih dana po zaključenju posla, najčešći su to kasa poslovi (gotovina) i spot poslovi. Terminski poslovi su berzanski poslovi zaključeni na unaprijed određeni rok od 15 do 30 dana. U tom vremenu mogu nastati promijene u cijeni efekata bilo da je riječ o povećanju ili smanjenju cijene, što predstavlja rizik za kupca, odnosno prodavca na određeni vremenski rok.

Špekulativni pristup se odnosi na procjenu, da li će cijene do tog vremenskog roka porasti ili pasti, što će imati određene pozitivne ili negativne efekte na zaključeni posao. Učesnici na berzi koji očekuju da će cijene na berzi u datom periodu i dalje rasti, akcentiraju stavljaju na kupovinu hartija od vrijednosti, danas da bi, kad cijena još više poraste, kasnije iste prodali i tako ostvarili zaradu. Ovu strategiju kupi sada – prodaj kasnije primjenjuju špekulanti zvani na berzanskom tržištu bikovi (“bulls”). Zbog toga se i situacija na tržištu u vrijeme dužeg perioda rasta cijena zove tržište bikova (“bulls market”).

Špekulanti koji očekuju da će cijene na berzi imati tendenciju pada, prodaju svoje hartije od vrijednosti u očekivanju da će cijene i dalje padati i da će ih kasnije moći kupiti pod još povoljnijim uslovima. U umjerenim uslovima kada na finansijskoj berzi nema velikih oscilacija ni naprijed navedenih trendova rasta i pada cijena, tada se na berzi ova situacija naziva ravno tržište (“pain vanilla”).

Na finansijskoj berzi je dozvoljeno trgovati samo onim hartijama od vrijednosti koje su na berzi registrovane i koje su dobile saglasnost nadležne komisije finansijske berze.<sup>31</sup> Registracija i izdavanje dozvole za hartije od vrijednosti se vrši da bi se zaštitili investitori od mogućih prevara i zloupotreba. Hartije od vrijednosti koje nemaju saglasnost odnosno dozvolu komisije, mogu biti u trgovini samo u vanberzanskom prometu. Ključna funkcija finansijske berze kao tržišta kapitala jeste, da se poslovi na berzi obavljaju po strogim

---

<sup>31</sup> Pri berzi postoji posebna Komisija za registraciju emisije i dozvolu plasmana berzanskih efekata. Komisija kao zvaničan organ berze vrši registraciju hartija od vrijednosti i izdaje dozvolu da se sa hartijama od vrijednosti može trgovati na berzi.

pravilima ponašanja učesnika u berzanskom poslovanju. Na finansijskoj berzi dolazi do sučeljavanja ponude i tražnje kapitala, čiji su vlasnici upravo najširi slojevi stanovništva.

Redovno izvještavanje berze o ostvarenim cijenama hartija od vrijednosti i drugim podacima pruža mogućnost investitorima da stalno budu u toku sa kretanjima ponude i tražnje na berzi. Tako se podaci o kretanju obima na "NYSE" berzi redovno prate i objavljuju svaki dan i odnose se na vremenski period od šest meseci. Ovi podaci mogu da pomognu kod analize kretanja trendova na finansijskom tržištu.

Za kompanije je karakteristično da svoju zaradu (profit) objavljuju četiri puta godišnje. U teoriji je prisutno gledište, da je profit najvažniji pojedinačni faktor koji utiče na cijene akcija. Prema veličini zarade kompanije procjenjuje se da li su uspješne ili neuspješne. Porast zarade daje mogućnost povećanja dividende i tako utiče da akcije budu atraktivnije. Karakteristično je da Wall Street Journal svaki dan objavljuje poslovne indekse kompanija dajući:<sup>32</sup> (1) ime kompanije, (2) kod kompanije, (3) ukupan prihod (za uslužne kompanije), (4) obim prodaje (za proizvodne kompanije), (5) profit (neto prihod) za kvartal, (6) zaradu po akciji (neto prihod podijeljen sa brojem akcija).

Na isti način kompanije najavljuju i visinu dividende nekoliko nedjelja prije njihove isplate. Primjera radi na berzi su prisutne sljedeće informacije:

(1) Prinos po akciji. Za akcionara pojedinca veoma je bitan indikator prinosa po akciji ("earning per share"). Tržišna vrijednost akcije zavisi od visine profita koju kompanija emitent ostvaruje ili koji će biti ostvaren u narednom periodu.

(2) Iznos dividende. Iznos dividende zavisi od visine ukupno ostvorenog profita i od njegove raspodjele na isplatu dividende akcionarima ("pay-out ratio") i na dio zadržanog profita. Podaci se odnose na period od godinu dana, a mogu se odnositi i na naredni period.

(3) P/E racio. P/E racio ("price"/earnining ratio") je multiplikator, koji pokazuje kakav je odnos između tržišne cijene akcije i godišnjeg prinosa te akcije. Kada se posmatraju vrijednosti P/E na berzanskim listama za akcije raznih preduzeća, tada se može uočiti velika razlika između akcionarskih firmi u istoj grani i prosječnih kompanija u različitim granama.

---

<sup>32</sup> Richard Saul Wurman, Alan Siegel and Kenneth M. Morris: The Wal Street Journal – Gude to Understanding Money and Markets, Access Press, New York, 1990, str. 40.

Kada se radi o firmama u istoj grani, onda je riječ o razlikama koje potiču iz ostvarenih različitih stopa profitabilnosti kompanija u okviru iste privredne grane. Kada se analizira kretanje P/E između kompanija u različitim privrednim granama, tada te razlike postoje zbog diferencijalnog položaja različitih privrednih grana u privrednom sistemu. Ovi podaci se objavljuju kvartalno odnosno za posljednja četiri kvartala.

(4) Obim akcija na berzi. Obim akcija na berzi odnosi se na broj akcija sa kojima se trgovalo prethodnog dana.

(5) Neto promjena cijene. Neto promjena cijene pokazuje cijenu akcija na zatvaranju berze prethodnog dana, plus (+) ako je cijena akcije bila viša, odnosno minus ako je cijena akcije bila niža.

### **3. INSTRUMENTI FINANSIJSKOG TRŽIŠTA**

#### **3.1. Karakteristike instrumenata finansijskog tržišta**

Hartije od vrijednosti predstavljaju najvažnije instrumente finansijskog tržišta. Stoga hartije od vrijednosti imaju ogroman značaj za funkcionisanje i razvoj tržišne privrede. Njihov značaj se može iskazati preko njihovih:<sup>33</sup> (1) mobilizatorskih karakteristika, (2) sposobnosti za usmjeravanje sredstava, (3) modela usmjeravanja sredstava, i (4) djelovanja faktora stabilnosti finansijskog tržišta.

Mobilizatorski karakter hartija od vrijednosti ispoljava se tako što su one pogodne da se angažuju za razvoj u najmanje “slobodne“ iznose novčanih sredstava preduzeća, institucija i najširih slojeva stanovništva. Sposobnosti hartija od vrijednosti se ispoljavaju u njihovoj mogućnosti za usmjeravanje prikupljenih “slobodnih“ novčanih sredstava u razvojne i profitabilne poslove, radi ostvarenja zarade, odnosno upošljavanja ne angažovanih novčanih sredstava. Preko modela usmjeravanja prikupljenih sredstava omogućava se ulaganje sredstava u prave i korisne svrhe. Hartije od vrijednosti djeluju i kao faktor stabilnosti tržišnih robno-novčanih tokova, pošto omogućavaju da se najefikasnije angažuju i korisno upotrijebe “slobodna“ novčana sredstva.

U razvijenim tržišnim privredama susreće se razuđena lepeza instrumenata finansijskog tržišta. Ovi instrumenti mogu se grupisati po različitim kriterijima. Sa stanovišta finansijskog tržišta važna su njihova finansijska i pravna obilježja. Sa aspekta finansijskih

---

<sup>33</sup> Jović dr Srboljub: Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990, str. 436-443.

odnosa, finansijski instrumenti se mogu podijeliti na sljedeće grupe: (1) dužnički finansijski instrumenti (mjenice, obveznice, komercijalni papiri), (2) vlasnički finansijski instrumenti (akcije), (3) kreditni i debitni finansijski instrumenti (obveznice), (4) prenosivi finansijski instrumenti (mjenice, note, obveznice, certifikati, komercijalni papiri), (5) neprenosivi finansijski instrumenti (bilateralni kreditni ugovori po osnovu kupoprodaje roba i usluga).

Sa pravnog aspekta, finansijski instrumenti se mogu svrstati u sljedeće grupe: (1) stvarnopravni finansijski instrumenti (založnice, skladišnice, konosmani), (2) obligaciono pravni finansijski instrumenti (mjenice, čekovi, obveznice, certifikati, blagajnički zapisi), (3) finansijski instrumenti sa pravom učešća (akcije), (4) ostali finansijski instrumenti (bankarski akcepti, bankarski krediti, komercijalni zapisi).

Sa aspekta kupoprodajnih odnosa na finansijskom tržišta, finansijski instrumenti se mogu podijeliti: na kreditne i vlasničke, te na prenosive i neprenosive instrumente.

Kreditne hartije od vrijednosti imaju sljedeće karakteristike: (1) identitet debitora odnosno korisnika kreditnih resursa i obveznika povraćaja korišćenih sredstava, (2) iznos duga i obaveza plaćanja u roku dospelja, (3) rok dospelja kreditnog aranžmana, (4) obim i rokovi plaćanja kamatnih obaveza.

Kreditne hartije od vrijednosti se mogu svrstati u dvije grupe: (1) prenosive (transferabilne) i (2) neprenosive (netransferabilne). Prenosive ili transferabilne hartije od vrijednosti ("negotiable"), su univerzalne kreditne hartije, čiji imaoци zadržavaju bezuslovno pravo naplate punog iznosa kreditnog potraživanja. One imaju važnu ulogu na finansijska tržišta razvijenih zemalja i na bankarskim tržištima, jer ih banke drže u svojim investicionim portfolioima. Kupuju se i prodaju na razvijenim finansijskim tržištima. One imaju razne oblike i karakteristike: (1) hartije državne blagajne: hartije ("bills") sa dospeljem do godinu dana, hartije ("notes") sa dospeljem od 1 do 10 godina i obveznice ("bonds") sa dospeljem od 5 i više godina, (2) hartije federalne države: obveznice i certifikati, (3) hartije državnih jedinica: specijalne obveznice i dugoročne obveznice, (4) hartije preduzeća: komercijalni papiri (dospelja do 270 dana) i obveznice preduzeća.

Neprenosive ili netransferabilne hartije od vrijednosti ("non-negotiable") imaju manji značaj, jer su vezane za posebne odnosno bilateralne aranžmane kao što je kupoprodaja roba i usluga. Neprenosive hartije od vrijednosti se pojavljuju uglavnom kod

uspostavljanja bilateralnih kreditnih odnosa po osnovu kupoprodaje robe i usluga. Mogu se prenositi samo u skladu sa ugovorom o kupoprodaji. Neprenosive hartije od vrijednosti nisu značajne sa ovog aspekta za finansijsko tržište.

Pored ovih hartija od vrijednosti, na finansijskim tržištima razvijenih zemalja postoje i hartije od vrijednosti iza kojih ne stoji realna roba niti novac. Riječ je o derivatima hartija od vrijednosti, odnosno špekulativnim hartijama od vrijednosti, gdje se u berzanskim transakcijama, koje spadaju u terminske poslove, prodaju i kupuju zamišljene vrijednosti izražene u standardnim ugovorima. Najpoznatiji među takvim poslovima su fjučersi ("futures"), opcije ("options"), svopovi ("swops"). Najnovija tržišna praksa uvela je u finansijsko poslovanje i egzotične derivate ("egzotic") kao najsavremeniji vid špekulativnih poslova na savremenom finansijskom tržištu. O njima će biti posebno riječi prilikom analize tržišta finansijskih derivata, a koriste se i kao inovativna rješenja za pokrivanje, zaštitu i eliminisanje rizika kamatne stope i deviznog kursa.

Za poslovanje učesnika na finansijskom tržištu su od posebnog značaja dvije grupe hartija od vrijednosti, ne ulazeći ovom prilikom u detaljniju analizu svake podvrste u okviru navedenih grupa hartija od vrijednosti. Neophodno je ukazati na razliku između bitnih obilježja ove dvije grupe hartija od vrijednosti, kako bi se lakše shvatio proces i mehanizam tržišnih transakcija ovih hartija od vrijednosti, faktore koji uslovljavaju pojavu rizika u tim transakcijama, njegovo mjerenje i, konačno, upravljanje rizikom hartija od vrijednosti.<sup>34</sup> Akcenat se stavlja na analizu poslovanja ove dvije grupe hartija od

---

<sup>34</sup> U SAD, kao najrazvijenijoj tržišnoj privredi i sa najrazuđenijim spektrom finansijskih instrumenata, postoje sljedeće vrste ovih hartija od vrijednosti: (1) Hartije od vrijednosti državne blagajne: a) blagajnički zapisi - mjenice ("treasury bills") sa rokom dospjeća do 1 godine, b) blagajničke note ("treasury notes") sa dospeljem od 1 do 10 godina, c) blagajničke obveznice ("treasury bonds") sa dospeljem 5 i više godina, (2) Hartije od vrijednosti federalne vlade - države: a) obveznice ("bonds"), b) certifikati ("certificates"); (3) Hartije od vrijednosti državnih jedinica - agencija: a) serijalne obveznice, b) dugoročne obveznice; (4) Hartije od vrijednosti preduzeća - kompanija i korporacija su: a) komercijalni papiri ("commercial papers") dospelja do 270 dana, b) obveznice preduzeća ("bonds"), (5) Specijalne hartije od vrijednosti ili drugi - ostali vrijednosni papiri su nalozi za plaćanja ("drafts") ili pak mjenice ("bills of exchange"). Neprenosivi oblici kreditnih hartija od vrijednosti su određeni vrijednosni papiri koji su vezani za prodaju roba i usluga i čije je pitanje prenosivosti, odnosno neprenosivosti povezano sa stimulisanim odredbama ugovora kojim se regulišu ključni elementi kupoprodajnog odnosa. Vlasničke hartije od vrijednosti su akcije ("shares"), koje se dijele na: obične i privilegovane: (1) obične akcije ("common shares") su: kumulativne, nekumulativne, odložne, sa punom stopom prinosa, rastuće, i osjetljive. (2) privilegovane akcije ("preferred shares") obezbjeđuju svojim vlasnicima različitu moć upravljanja (više glasova), prioritete u raspodjeli profita odnosno dividendi i prioriteto učešće u likvidacionoj masi preduzeća. Vidi detaljnije: Richard Saul Wurman, Alan Siegel & Kenneth M. Morris: The Wall Street Journal Guide to Understanding Money & Markets, Access Press Publication, New York, 1990, str. 50-51.



vrijednosti, a to su: obveznice i akcije.<sup>35</sup> Polazeći od finansijskih tržišta visoko razvijenih privreda, kao što je finansijsko tržište SAD, postoji veoma širok spektar prenosivih hartija od vrijednosti. Najvažniji oblici prenosivih hartija od vrijednosti su emitovani od strane državnih organa i privatnog sektora. Ove hartije od vrijednosti se zajedničkim imenom nazivaju promisorne note (“promissory notes“).

### **3.2. Obveznice kao najvažniji instrumenti finansijskog tržišta**

Obveznice su dugoročne hartije od vrijednosti sa dospeljećem dužim od jedne godine i sa visokim stepenom transferabilnosti, prisutne na sekundarnom tržištu kapitala. Najčešće prisutne u prometu su i obveznice preduzeća, mada su u prometu prisutne i obveznice banaka, državne obveznice i obveznice lokalnih administrativnih jedinica. Obveznica predstavlja pismenu ispravu kojom se njen emitent obavezuje da će licu ili donosiocu ili po njegovoj naredbi (indosantu) isplatiti iznos u cjelini (odjednom) ili preko kupona (u više rata). Obveznica je hartija od vrijednosti koja sadrži inkorporirano pravo naplate nominalnog iznosa zajma i pravo na kamatu. Najkraće i jednostavno rečeno, to je priznanica, kojom se priznaje dug. Ona potvrđuje da je imalac novca (stručno lice, preduzeće, banka) pozajmio novac državi, preduzeću ili kompaniji i ukratko opisuje uslove ovog zajma.<sup>36</sup>

Obveznica se sastoji iz dva dijela: prednje strane ili plašta i poledine ili talona. Na plaštu se obično nalazi ime firme, sjedište i namjena sredstava, a na talonu rokovi otplate, kamatna stopa i anuitetni odnosno amortizacioni plan. Većina obveznica se emituje uz prisustvo tri suštinske informacije: (1) nominalna vrijednost, kao iznos, koji će imaću ili donosiocu obveznice biti plaćen kada istekne rok kredita, (2) dospeljće, koje pokazuje kad ističe kredit i kad će obveznica biti amortizovana, i (3) kamatna stopa, koja predstavlja procenat od nominalne vrijednosti, koji će biti plaćen na ime kamate imaću obveznice na pravnoj osnovi.

Elementi obveznice su: oznaka obveznice, firma i sjedište emitenta, naziv kupca odnosno oznaka na donosioca, iznos na koji glasi obveznica, visina kamatne stope, rokovi otplate glavnice i kamate, mjesto i datum emitovanja, serijski i kontrolni broj, faksimil potpisa

---

<sup>35</sup> Prvi Zakon o hartijama od vrijednosti u SFRJ donesen je 1989. godine, a kasnije su usljedile izmjene i dopune dotičnog zakona.

<sup>36</sup> Ćurčić dr Uroš: Bankarski portfolio menadžment – Strategijsko upravljanje bankom, bilansima, kvalitetom, inovacijama, bonitetom i portfolio rizicima banke, drugo prošireno i prerađeno izdanje, Feljton Novi Sad, 2002, str. 498.

ovlašćenog lica i prava iz obveznice. Obveznice se emituju u raznim oblicima koje možemo grupisati kao: (1) blagajničke note, (2) blagajničke obveznice, (3) obveznice državnih agencija, (4) obveznice države i lokalnih administrativnih jedinica, i (5) obveznice preduzeća.

Blagajničke note imaju kamatni kupon, a kamata se plaća najčešće polugodišnje. Emituju se u čekovnoj i registarskoj formi pri čemu se evidentiraju podaci vlasnika. Minimalni nominalni iznos u SAD-a je 1.000 dolara. Predstavljaju instrument tržišta kapitala. Blagajničke obveznice su najčešće sa rokom od 5 godina, služe kao instrument dugoročnog kreditiranja države. Ugovorena kamata se plaća polugodišnje. Vrijednost jedne obveznice u SAD-e je 500 dolara. Ove obveznice imaju konstituisano pravo otkupa.

Obveznice državnih agencija predstavljaju specijalne oblike državnih ili poludržavnih institucija sa ugovorenom kamatnom stopom za koje obično garantuje država. Izdavaoci ovih obveznica su finansijske ustanove za kreditiranje izvoza, stambene izgradnje, poljoprivrede, i sl. Obveznice države i lokalnih administrativnih jedinica predstavljaju vrstu povlašćenih obveznica kod kojih postoji oslobođanje poreza na kamatni prinos. Mogu se emitovati u standardnom i serijskom obliku. Emituju se u saradnji sa investicionim i komercijalnim bankama koje ih realizuju na finansijskom tržištu. Ugovorene kamatne obaveze treba da se isplaćuju iz poreskih prihoda.

Obveznice preduzeća spadaju u najvažnije transferabilne finansijske instrumente na sekundarnom tržištu kapitala. To su dugoročne hartije od vrijednosti sa rokom dospelja preko godine dana na osnovu kojih preduzeća mobilišu "slobodne" kvalitetne akumulativne resurse za finansiranje razvojnih programa i projekata. Kupci dugoročnih obveznica preduzeća smatraju svoja ulaganja dugoročnim investicijama, pa sigurnost izmirenja ugovorene kamatne obaveze se očekuju na osnovu ostvarenih rezultata (profita) preduzeća.

Obveznice mogu biti: na ime, na donosioca, garantovane, negarantovane, kratkoročne, dugoročne, javnog ili privatnog sektora, sa fiksnom i promjenljivom kamatnom stopom, bez prava i sa pravom učešća u profitu, dinarske i devizne i sl. Obveznice su, po pravilu, dugoročne, neotkazive i lako prenosive hartije od vrijednosti koje služe za prikupljanje sredstava za rješavanje krupnih investicionih zahvata preduzeća i države. Zbog toga obveznice predstavljaju pogodan instrument finansijskog tržišta.

### 3.3. Akcije kao instrumenti finansijskog tržišta

Akcija je hartija od vrijednosti koja reprezentuje i simbolizuje vlasništvo u akcionarskom društvu. Akcionarsko društvo je vlasništvo akcionara, često i hiljada ljudi i institucija, svako od njih je vlasnik dijela imovine akcionarskog društva. Kad neko kupi akciju u jednom akcionarskom društvu, tada on postaje jedan od vlasnika idealnog dijela tog društva, odnosno akcionar ("stockholder" ili "shareholder"). Imalac akcije ima proporcionalno vlasništvo, i ograničenu odgovornost do iznosa vrijednosti akcije. Imalac akcije ima sljedeća prava: (a) pravo vlasništva upisano u registru vlasnika, (b) pravo prenosa vlasništva, (c) pravo glasa u izboru uprave, (d) pravo na dividendu, pravo na udio u novoj emisiji akcija, (e) pravo na uvid u poslovne podatke, (f) pravo na udio u imovini u likvidaciji (likvidacionoj masi).

Akcije predstavljaju dugoročne vlasničke hartije od vrijednosti, obično glase na donosioca i nemaju utvrđen rok dospjeća kao i povrata sredstava. Imalac akcije kao hartije od vrijednosti može doći do uložениh sredstava koja je dao za akciju isključivo putem njene prodaje po tržišnoj vrijednosti na sekundarnom tržištu kapitala. Mada postoje raznovrsni oblici akcija, najvažnije su dvije vrste akcija: (1) obične ili redovne akcije ("common stocks"), i (2) povlašćene akcije ("preffered stocks"). Obične akcije predstavljaju osnovni oblik formiranja akcijskog kapitala, sa visokim stepenom rizika, ali i pravima u upravljanju i raspodjeli neto dobiti. Skoro da je prisutno pravilo da jedna akcija vrijedi jedan glas, međutim postoje i odstupanja od toga pravila. Osnovna prava akcionara odnose se na dva područja: (a) prava u raspodjeli neto dobiti, i (b) prava u donošenju poslovnih odluka. Povlašćene akcije mogu biti:

- (1) kumulativne, čija se dividenda (ako nema dovoljne zarade ili iz nekog drugog razloga) ne može da isplati tako da se, akumulira do mogućnosti njene ukupne isplate.
- (2) nekumulativne, kod kojih akumulirana isplata nije moguća, već je isplata ista kao i kod običnih akcija.
- (3) otkupljive povlašćene akcije ("convertibles shares") su zamjenjive za drugi oblik akcija, najčešće običnih, po unaprijed utvrđenoj cijeni. Konvertibilne akcije najviše su prisutne kod investitora koji žele da ostvare veći prihod nego što ga nude povlašćene akcije.

Pored navedena dva osnovna oblika akcija – običnih i povlašćenih, postoje i druge varijante akcija, kao što su: (1) odložene ("deferred shares"), koje nose prinos samo u

uslovima visokih profita i dividende, (2) sa punim stopama prinosa (“fully-paid-shares“), (3) rastuće akcije (“growth shares“), (4) osjetljive akcije (“incentive shares“), i (5) akcije sa djelimičnim prinosima (“partly-paid shares“). Ove vrste akcija se nalaze u portfoliima investicionih banaka. Poslovne banke nisu zainteresovane da ulažu sredstva u ove akcije zbog visokih rizika.

Prema dostupnosti akcija, razlikuju se dvije vrste emisija akcija: (1) javne emisija akcija (eksterne), i (2) private emisije akcija (interne). Javna ili eksterna emisija akcija podrazumijeva njihovo javno oglašavanje i prodaju nepoznatim kupcima pravnim i fizičkim licima. Privatna ili interna emisija akcija predstavlja emisiju i prodaju akcija pojedincima ili grupama ljudi, koji imaju kontrolu nad preduzećem ili kompanijom (“closed corporation“). Neke privatne firme su potpuno zatvorene (“closely held“) u ovim poslovima u kojima nekoliko ljudi – najčešće članovi porodice, imaju većinu akcija i tako u potpunosti imaju kontrolu nad dotičnom kompanijom.

Prema redosljedu, emisije akcija mogu da budu: (1) osnivačke emisije, i (2) naredne emisije. Osnivačka emisija akcija prisutna je prilikom osnivanja akcionarskog društva i predstavlja njegovu prvu ili osnivačku emisiju. Tokom rada akcionarskog društva vrše se dodatne, odnosno naredne emisije, radi povećanja akcijskog kapitala. Prodaja akcija se obavlja na organizovanim tržištima, kao što su: berze, šalteri poslovnih banaka, investicionih banaka i ostalih institucija.

U praksi rada finansijskih tržišta prisutna je razlika između akcija i obveznica. Sa stanovišta investiranja sredstava, interesantna je podjela hartija od vrijednosti na: dužničke i vlasničke. Kad neko kupi akciju, tada on dobija vlasništvo (“equity“) u kompaniji i postaje, kao i drugi, koji su već kupili ili će kupiti akcije, vlasnik jednog ili dijela kompanije. Kad neko kupi obveznicu, tada je on vlasnik duga (“debit“) i postaje jedan od kreditora, pošto je na taj način pozajmio novac kompaniji ili državi. U suštini, hartije od vrijednosti su instrumenti mobilizacije novčanih sredstava pod određenim uslovima. Sa aspekta poslovnih subjekata – posebno preduzeća – obveznice su interesantnije za investicione plasmane nego što su to akcije.

Prisutne su razlike između akcija i obveznica i sa aspekta povrata uložениh sredstava i sa aspekta komponente rizika naplate prihoda, odnosno zarade. Kad neko ulaže novac u obveznice, pogotovu ako je emitent obveznica država ili opština, tada postoji visok stepen sigurnosti naplate tako investiranih sredstava preko glavnice i kamate. Međutim, kad neko

kupuje akcije, uloženu glavnici može da naplati samo prodajom te akcije na tržištu, dok dividenda kao zarada zavisi od poslovnog rezultata emitenta akcija. Sigurnost ulaganja se vezuje za procjenu buduće tržišne vrijednosti akcija i očekivanu dividendu.

Praksa u SAD pokazuje, da su akcije i obveznice najvažnije hartije od vrijednosti za ekspanziju privrede i razvoj novih preduzeća i za mobilizaciju i transfer sredstava potrebnih za izgradnju raznih saobraćajnih objekata, kao i objekata komunalne infrastrukture. Obveznice se posebno koriste i kao dodatni izvor kapitala u firmama i kompanijama, a najčešće su emitovane od strane države i lokalne zajednice za podizanje i razvoj raznih uslužnih objekata, puteva, pruga, mostova, metroa i sličnih investicionih poduhvata.

### **3.4. Ostali instrumenti finansijskog tržišta**

Od ostalih instrumenata finansijskog tržišta treba spomenuti: (1) blagajničke mjenice ("treasury bills"), (2) blagajničke note ("treasury notes"), (3) komercijalne papire ("commercial papers"), (4) mjenice, i (5) čekove. Blagajničke mjenice predstavljaju kratkoročne hartije od vrijednosti državnog trezora sa najvišim stepenom sigurnosti (garantovanja). Njihov minimalni donji nominalni iznos u SAD je 10.000 dolara. One ne nose kamatu, nego se kamatni prinos formira na osnovu diskontne prodaje hartija, pa se one realizuju po nižim cijenama u odnosu na nominalnu vrijednost. Blagajničke mjenice predstavljaju instrument tržišta novca.

Blagajničke note spadaju u dugoročne hartije od vrijednosti i predstavljaju instrument tržišta kapitala. Imaju kamatne kupone sa ugovorenom kamatnom stopom koja se najčešće plaća polugodišnje. Prilikom svake prodaje evidentira se vlasnik sa osnovnim podacima. Minimalna jedinična vrijednost ovih hartija od vrijednosti u SAD je 1.000 dolara. Komercijalni papiri su kratkoročne hartije od vrijednosti koje emituju banke, finansijske institucije i preduzeća. Iznosi na koje se izdaju su 1.000 i više dolara sa rokom dospjeća do 270 dana. Banke izdaju depozitne certifikate ("CDs"), koji su po obimu na finansijskom tržištu u SAD-e na drugom mjestu poslije blagajničkih mjenica ("T bills"). Inače, prvoklasne komercijalne papire emituju preduzeća i finansijske kompanije sa vrhunskim poslovnim performansama.

Mjenica predstavlja hartiju od vrijednosti u zakonom propisanoj formi koja sadrži klauzulu bezuslovnog plaćanja novčanog iznosa povjeriocu ili drugom licu po njegovoj naredbi.

Mjenica spada među najvažnije trgovačke instrumente i služi kao instrument: plaćanja, obezbeđenja plaćanja i kreditiranja između poslovnih partnera, finansijskih institucija, države i građana. Mjenica sadrži nekoliko načela: pismenosti, inkorporativnosti, fiksne obaveze, strogosti, solidarnosti, samostalnosti i neposrednosti. Mjenična sposobnost može biti pravna i poslovna, odnosno aktivna i pasivna. Poznate su sljedeće vrste mjenica: trasirana, sopstvena, blanko, domicilna, potpuna mjenica. Važni sastojci mjenice su: oznaka mjenice, bezuslovnost plaćanja, ime trasata (ko treba da plati), dospjelost, mjesto plaćanja, kome treba platiti i po čijoj naredbi, dan i mjesto emitovanja mjenice (trasant) i potpis emitenta mjenice.

Ček predstavlja pisanu ispravu odnosno hartiju od vrijednosti kojom emitent (trasant) kao vlasnik računa daje nalog banci (trasatu) da iz sredstava sa njegovog računa isplati korisniku (remitentu) iznos naznačen na čeku. Ček se emituje u zakonski propisanoj formi. Sadrži bitne i nebitne elemente. Bitni elementi su: oznaka na čeku, bezuslovna isplata, iznos na čeku, mjesto isplate, datum i mjesto izdavanja čeka i potpis izdavaoca čeka.

## **4. DERIVATI INSTRUMENTATA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA**

### **4.1. Finansijski derivati hartija od vrijednosti**

Finansijski derivati su izvedene hartije od vrijednosti čija se vrijednost izvodi iz vrijednosti neke druge osnovne hartije od vrijednosti koja se nalazi u njihovoj osnovi. Finansijski derivati se razlikuju od osnovnih hartija od vrijednosti, jer ne počivaju ni na jednom od dva elementa koji postoje između emitenta i investitora, kao što su kreditni ili vlasnički odnos. Tako da finansijski derivati predstavljaju vrstu prava na oblike finansijske aktive kao što su: obveznice, akcije, druge osnovne hartije od vrijednosti, kamatne stope, tržišne indekse, devizni kurs i sl. Njihova cijena zavisi od ponude i tražnje, kao i od nekih drugih varijabli koje utiču na njihovu vrijednost.

Nastanak i razvoj finansijskih derivata povezan je sa rastom obima i značajem terminskih poslova na finansijskim tržištima. Prvi slučaj trgovanja sa fjučersima prisutan je u srednjem vijeku. Sedamdesete godine 20-og vijeka smatraju se prvim godinama trgovine sa finansijskim derivatima, kao hartijama od vrijednosti. Tako se 1972. godine raspao Bretonvudski monetarni sistem fiksnih deviznih kurseva većine najrazvijenijih zemlja, pri čemu je suspendovana konvertibilnost američkog dolara u zlato. Time je došlo do

mogućnosti poremećaja i monetarnih problema koji su uslovljeni ovim promjenama. Na finansijskim tržištima se javljaju novi oblici finansijskih transakcija koji su predstavljali zaštitu od valutnih poremećaja i promjena kamatnih stopa.

Finansijski derivati nude isplate povezane sa prethodno emitovanim hartijama od vrijednosti i predstavljaju pogodan instrument za smanjenje rizika, jer učestvuju u finansijskim transakcijama koje smanjuju ili eliminišu rizik. Smanjenje rizika se omogućava putem tzv.<sup>37</sup> hedžiranja (zaštite od rizika), koje uključuje učestvovanje u finansijskoj transakciji koja neutrališe dugu poziciju, preuzimanjem dodatne kratke pozicije. Isto tako, vrši se neutralisanje kratke pozicije, preuzimanjem dodatne duge pozicije. Kada je finansijska institucija kupila hartiju od vrijednosti i zbog toga zauzela dugu poziciju, tada ona primjenjuje hedžiranje (zaštitu) ugovaranjem prodaje te hartije od vrijednosti (kako bi zauzela kratku poziciju) u nekom budućem vremenu. Ili, ako je zauzela kratku poziciju, prodajom hartije od vrijednosti koju treba dostaviti na neki budući datum, tada ona primjenjuje hedžiranje (zaštitu) ugovaranjem kupovine te hartije od vrijednosti (kako bi zauzela dugu poziciju) u neko buduće vrijeme. Kada finansijska institucija kupi neku hartiju od vrijednosti, smatra se da je zauzela dugu poziciju. S druge strane, ako je prodala hartiju od vrijednosti koja će se dostaviti kupcu na neki budući način, tada se kaže da je zauzela kratku poziciju, što dotičnu instituciju takođe može izložiti riziku. Zato se za smanjenje rizika finansijskih derivata upotrebljava osnovni princip hedžiranja.

Znači, da finansijski derivati treba da imaju podlogu u hartijama od vrijednosti, kao što su akcije, obveznice i kratkoročne hartije od vrijednosti. Tržište treba da ima veliki broj učesnika, da bude likvidno i da svojom strukturom obezbjeđuje potrebnu transparentnost. Za obavljanje transakcija derivatima hartija od vrijednosti neophodno je ispuniti sljedeće uslove: (a) da postoji razvijeno finansijsko tržište hartija od vrijednosti, (b) da postoje infrastrukturne institucije (kliriniške kuće) za obračun transakcija derivatima, (c) da postoji odgovarajuća tehnika i kadrovska osposobljenost za obavljanje ovakvih transakcija, (d) da postoji odgovarajući interes za zaključivanje ovih transakcija, (e) da postoji odgovarajuća knjigovodstveno-računovodstvena tehnička rješenja za vrste i podvrste ugovora u vezi raznih modela derivatnih transakcija.

---

<sup>37</sup> Mishkin S. Frederic: Finansijska tržišta i investicije, prevod, Mate, Zagreb, 2005, str. 617.

Finansijski derivati predstavljaju ugovore koji se mogu podijeliti na: (1) finansijske terminske ugovore: (a) klasične (forvorde) i (b) fjučerse, (2) finansijske opsijske ugovore: (a) robne i (b) fjučerse. Bitna karakteristika derivatnih instrumenata, jeste da se njime trguje na finansijskoj berzi, jer se pruža mogućnost za otklanjanje ili umanjeње rizika koji se odnosi na osnovne transakcije. Finansijski, terminski i opsijski ugovori su prenosivi, isti glase na robu standardizovanu po kvalitetu, količini i rokovima. Vrlo su pogodni za ponudu i tražnju na berzi, za funkcionisanje kliringa pri berzi, putem čega se obezbjeđuje likvidnost tržišta finansijskih derivata. Predmet trgovanja pored robe, može da bude: zlato i plemeniti metali, devize i hartije od vrijednosti. Osnovna suština finansijskih terminskih ugovora jeste, da je on sporazum između kupca i prodavca da kupoprodaju obave u određeno vrijeme u budućnosti po cijeni koju su ugovorili danas.

#### **4.2. Forvardi kao derivati hartija od vrijednosti**

Forvard ("forward") predstavlja klasičan i najstariji instrument termiskog finansijskog tržišta. To je ujedno i najjednostavniji derivat terminskog tržišta. To je terminski ugovor po kojem se kupac i prodavac dogovaraju oko isporuke odgovarajuće količine i kvaliteta aktive, odnosno vezane imovine tačno određenog dana u budućnosti, cijene po kojoj će se isporuka izvršiti, pri čemu plaćanje treba da bude unaprijed ugovoreno. Kao vezana imovina u forvard ugovorima može se pojaviti bilo koja roba ili finansijski instrument.

Forvardi nemaju razvijena sekundarna tržišta, tako da postoje određeni rizici da se neće isporučiti ugovorena roba, odnosno naplatiti određena isporuka. Zato se u ovim forvard poslovima najčešće pojavljuju finansijske institucije i njihovi klijenti, kao učesnici forvard ugovora. Sa aspekta načina isporuke i plaćanja, sva forvard tržišta se mogu podijeliti na:

- (a) promptna (za gotovinu), gdje se isporuka i plaćanje vrši odmah u roku dva, tri ili pet dana po zaključenju posla,
- (b) terminska, gdje se obračun, plaćanje i isporuka, vrši određenog dana u budućnosti.

Ovi ugovori su prisutni u svakodnevnim poslovnim transakcijama, gdje postoje dva vremenska momenta, a to su sadašnjost i budućnost. Forvard ugovori se ne sastavljaju u standardnoj formi. Pri ulasku u posao, jedna strana u ugovoru zauzima drugu poziciju, obavezujući se na kupovinu ugovorene količine, kvaliteta imovine po određenoj cijeni na određeni dan. Druga ugovorna strana uzima kratku poziciju i obavezu da će toga dana koji je unaprijed utvrđen, izvršiti isporuku ugovorene aktive po ugovorenom kvalitetu i cijeni.



Mada tržište ovim derivatima nije naročito obimno, u praksi postoje različite vrste forward ugovora. Najčešći među njima su:

- (a) valutni forward ugovori (određeni iznos strane valute po unaprijed određenom deviznom kursu i na određeni dan u budućnosti),
- (b) kamatni forward ugovori (određeni iznosi novca po unaprijed određenoj kamatnoj stopi na određeni dan u budućnosti).

Forward ugovori mogu da imaju prednosti i nedostatke. Bitna prednost im je u tome, što mogu da budu fleksibilni, što zavisi od ugovornih partnera. Međutim, nedostaci se odnose na pronalazak druge ugovorne strane, kao i rizik od neizvršenja derivatne transakcije.

### **4.3. Fjučersi kao derivati hartija od vrijednosti**

Fjučersi ("futures") predstavlja terminske ugovore slične forwardu, pošto su nastali iz dotičnih ugovora. Fjučersi podrazumijevaju postojanje saglasnosti volja o aktivni (robi), cijeni za buduću isporuku i njeno plaćanje. Putem fjučers ugovora kupac i prodavac potpisuju kupoprodajni ugovor po unaprijed definisanoj cijeni, pri čemu se plaćanje vrši tek kad se roba (aktiva) isporuči u budućnosti. Fjučersi su visoko standardizovani finansijski instrumenti, kojima se može trgovati na berzi, te samim tim imaju veći stepen likvidnosti. Oni se zato nazivaju i likvidnim terminskim ugovorima, sa kojima se može trgovati.

Za razliku od forwarda, isporuka robe se ne ugovara na određeni dan već na određeni mjesec. Sprovođenje isporuke vrši se putem obavještenja preko klirinške kuće. Najbitnije razlike fjučersa u odnosu na forwarde je u načinu plaćanja, jer kod forwarda nema unaprijed plaćanja tj. prije roka dospjeća. Na dan dospjeća se vrši isporuka i plaćanje. Kod fjučers poslova kupac i prodavac, radi sigurnosti posla, polažu depozit kod klirinške kuće i to od 5 % do 15% visine ugovora. Smisao depozita je u garantovanju isporuke i plaćanja, kako se ne bi odustalo od dotičnog ugovora.

Fjučers ugovori mogu imati više varijanti: (a) fjučers na berzanski indeks, gdje je osnova ugovora indeks akcija u berzanskoj trgovini. To je fjučers ugovor na osnovu berzanskog indeksa, a služe za hedžing portfolia hartija od vrijednosti, (b) fjučers na hartije od vrijednosti, koje mogu da budu sa fiksnim prihodom ili na oročene depozite, a koriste se kod zaštite od rizika promjene kamatne stope, pri čemu mogu biti efikasno sredstvo zaštite

od budućih promjena kamatne stope, (c) valutni fjučersi su ugovori o kupovini ili prodaji standardnih iznosa stare valute, gdje su kursevi istovjetni sa terminskim kursevima, obično se zaključuju u evropskim, švajcarskim, francuskim, američkim dolarima, japanskim jenima i sl.

Kod fjučers ugovora postoji obaveza i kupca i prodavca. Kod oba partnera se plaćanje i isporuka treba da izvrši, bez obzira što u momentu, koji je predviđen ugovorom, isti pojedinim stranama neće odgovarati. Za sistem funkcionisanja fjučersa treba da postoji berza fjučersa. Ova berza treba da bude prostorno, kadrovski i tehničko–organizaciono opremljena za trgovinu sa fjučersima. U današnje vrijeme postoje tri osnovna sistema trgovanja sa fjučersima:<sup>38</sup> (1) klasični berzanski sistem, gdje se vrši javno izvikivanje. Ovaj sistem je u fazi napuštanja (zadržao se još na robnoj berzi fjučersa u Čikagu i Londonskoj berzi metala), (2) vanberzansko ili tržište preko šaltera, gdje se poslovi ne obavljaju na berzi nego putem posrednika, (3) elektronsko trgovanje, koje je ujedno i budućnost trgovanja fjučersima. Elektronsko trgovanje obuhvata određene elektronske sisteme kao što su: Globex, Reuters i sl.

Trgovina fjučersima teško bi se odvijala bez finansijske berze, a još teže bez klirniške kuće (“clearing house“). Klirinška kuća predstavlja mehanizam preko kojeg se povezuju svi kupci i prodavci u fjučers poslu. Klirniška kuća garantuje sigurnost isporuke i plaćanja po fjučers ugovoru. Ona predstavlja “prodavčevog kupca“ i “kupčevog prodavca“ i to sve do momenta konačnog izmirenja obaveza.

#### **4.4. Opcije kao derivati hartija od vrijednosti**

Opcije kao finansijski terminski ugovori, kupuju se na berzi i obezbjeđuju unaprijed određene kamatne stope, sve do datuma isteka datog aranžmana. Šire posmatrano, pod opcijom se smatra svaki ugovor kojim se jednoj od ugovorenih strana daje pravo da nešto kupi ili proda. Opcijom se stvara pravo, ali ne i obaveza. One se mogu definisati kao pravo kupovine ili pravo prodaje određenog predmeta trgovanja po unaprijed određenoj cijeni i unaprijed utvrđenom roku. Cijena po kojoj se pravo stiče, odnosno koje se za opciju plaća, naziva se premijom.

Opcionim sporazumom ili ugovorom regulišu se prava vlasnika da kupi ili proda određenu aktivu po fiksnoj cijeni u određenom vremenskom periodu. Prodavac opcije, odnosno njen

---

<sup>38</sup> Erić dr Dejan: Finansijska tržišta i instrumenti, Čigoja, Beograd, 2003. god., str. 390

“potpisnik“, ima obavezu da izvrši posao onako kako to vlasnik opcija od njega traži. Isto tako, ima obavezu da proda ili kupi određenu aktivu, u određenom vremenskom periodu i po unaprijed ugovorenoj cijeni. Opcioni sporazumi predstavljaju visoko standardizovana dokumenta koja najčešće sadrže sljedeće elemente:

(1) tip aktive, tj. instrumente na koje se opcija odnosi. Najčešći tip finansijske aktive su hartije od vrijednosti, prije svih, obične akcije. U slučaju opcija na akcije, u opcionom sporazumu treba specificirati još najmanje dva bitna elementa, a to su: (a) naziv akcionarskog društva, na čije je akcije opcija kreirana, (b) količina, tj. broj komada akcija, koje se mogu kupiti, odnosno prodati,

(2) ugovorena cijena, odnosno cijena po kojoj kupac može da kupi ili proda određenu aktivu ili instrument. Ovdje treba istaći da to nije cijena opcije, jer se cijena opcije naziva premijom,

(3) rok dospelja opcije koji predstavlja krajnji datum do kada opcija može da se iskoristi.

Vlasniku (kupcu) opcije, stoje na raspolaganju tri mogućnosti koje proizilaze iz posjedovanja ovog finansijskog instrumenta: (1) opcija može da se iskoristi, a to se postiže činom kupovine ili prodajom osnovne aktive na koju se opcija odnosi, (2) opcija može da se proda nekom drugom subjektu na sekundarnom tržištu, bilo u okviru berzanskog ili vanberzanskog prometa, pa na taj način investitor u opcije može ostvariti dobitak ili gubitak, odnosno može obavljati berzanske špekulacije, (3) vlasnik ne mora da iskoristi opciju, tj. može da pusti da istekne rok dospelja korišćenja bez korišćenja opcionog prava. Svoju odluku vlasnik opcije će donijeti vodeći računa o odnosu tekuće tržišne cijene osnovne aktive i ugovorene cijene u opcionom sporazumu.

Prodavac opcije, odnosno nosilac obaveze treba da izvrši obavezu na osnovu opcija koje je prodao. Ako se u međuvremenu predomisli, pa ne želi da je izvrši, treba na raspolaganju da ima dvije mogućnosti: (a) da se nagodi sa vlasnikom opcije (kupcem) o raskidu sporazuma, uz vraćanje premije i plaćanje određene provizije, ili (b) da nađu drugog subjekta koji će preuzeti ugovorenu obavezu umjesto njega, odnosno da proda opciju na sekundarnom finansijskom tržištu.

Postoje dvije vrste opsijskih ugovora: (a) američke opcije, koje mogu biti izvršene u bilo koje vrijeme prije isteka roka, i (b) evropske opcije, koje mogu biti izvršene samo na dan isteka ugovora. U transakcijama sa opcijama postoje još: (a) kupovna (“call“) opcija, koja daje pravo kupcu da kupi opciju određene robe ili hartija od vrijednosti po dogovorenoj

cijeni prije utvrđenog datuma prodaje, (b) prodajna ("put") opcija, koja daje pravo vlasniku da proda robu ili hartije od vrijednosti po unaprijed određenoj cijeni bilo koga dana do datuma važenja opcija, (c) dupla opcija, koja omogućava kupovinu ili prodaju.

Cijena po kojima se opcije mogu razlikovati jeste izvršna ili udarna cijena. Strajk ("strike") cijena u opciji je ona cijena, po kojoj kupac može da kupi ili proda predmet opcijskog ugovora. Prema američkim autorima postoje četiri osnovne vrste opcija:<sup>39</sup> (1) opcije na kamatnu stopu: (a) na kamatne fjučerse, (b) na garancije kamatne stope, (c) na kamatne svopove. (2) valutne (devizne) opcije: (a) na devize, (b) na devizne fjučerse. (3) opcije na akcije: (a) na pojedinačne akcije, (b) na fjučerse, na tržišne indekse akcija. (4) robne opcije: (a) fizičku robu, (b) robne fjučerse.

#### **4.5. Svopovi kao derivati hartija od vrijednosti**

SVOP ("swap") predstavlja ugovor između dvije strane o razmjeni isplata koje svako od njih posjeduje po osnovu nekog prethodnog ulaganja ili kreditnog posla. Svop ugovor omogućuje bolje upravljanje rizikom kamatne stope, kreditnim ili deviznim rizikom. Današnji ili moderni svopovi su nastali 1980. godine, a svop tržišta su se posebno razvila posljednjih godina.

U osnovi postoje dvije vrste svopova: (a) kamatni svop, i (b) valutni svop. U praksi mogu da postoje i drugi svopovi, kao što su: svop kreditnog rizika, svop roba i svop akcija. Kamatni svop predstavlja ugovor o razmjeni plaćanja kamatne stope između ugovornih strana gdje nema razmjene glavnice, pošto je tok gotovine u istoj valuti. S obzirom da na finansijskom tržištu postoje fiksne i promjenljive kamatne stope, kao i različito vrednovanje dužnika, prisutna je mogućnost za egzistiranje kamatnih svopova.

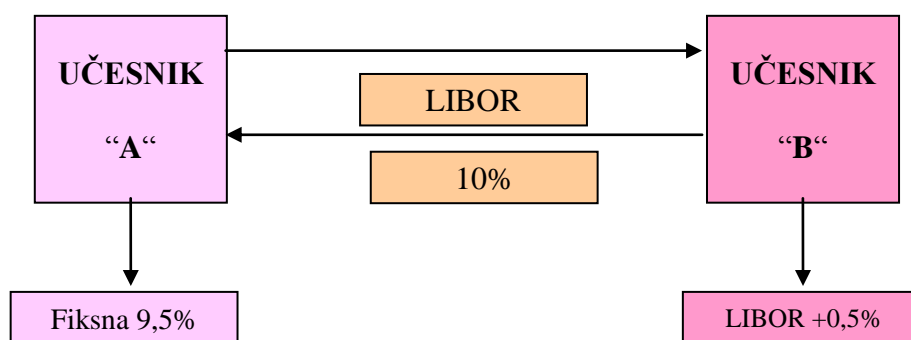
Kamatne stope su najčešće promjenljive i iste se vežu obično za neki indeks, prosječnu kamatnu stopu ili londonski LIBOR ("London Inter Bank Offered Rate") radi očuvanja realne vrijednosti kamatnih isplata usljed visoke inflacije i cjenovnih pritisaka. Kod dužnika koji nisu sigurni, radi izloženosti većem riziku, traži se promjenljiva ili uvećana kamatna stopa. Kao ilustraciju, predstavljena su dva učesnika na finansijskom tržištu koja imaju mogućnost da se zadužuju po fiksnoj ili promjenljivoj kamatnoj stopi: "A" sa fiksnom kamatnom stopom 9 % LIBOR i "B" sa 11 % LIBOR + 0,5 %. U zavisnosti od

---

<sup>39</sup> An Introduction to Derivatives: The Reuters Financial Training Series, John Wiley & Sons, New York, 1999. god., str. 72.

kreditnog rizika, učesnik "A" se može zadužiti po nižoj kamatnoj stopi ili po promjenljivoj LIBOR kamatnoj stopi koja se dnevno utvrđuje. Učesnik "B" se, usljed većeg kreditnog rizika, može zadužiti po fiksnoj kamatnoj stopi ili po dnevno promjenljivoj kamatnoj stopi LIBOR plus 0,5%.

Pošto se učesnik "A" zadužio po fiksnoj kamatnoj stopi od 9% a učesnik broj "B" po promjenljivoj kamatnoj stopi LIBOR – 0,5% oni mogu smanjiti svoje troškove zaključivanjem kamatnih stopa, što prikazuje sljedeća slika.



Slika br. 1: Odnos između učesnika SWOP transakcija

Ukoliko se zaključi ugovor o svopu da učesnik "A" prihvata da plati učesniku "B" iznos obračunat po kamatnoj stopi LIBOR, a učesnik "B" prihvati da plati učesniku "A" iznos obračunat po fiksnoj kamatnoj stopi od 10% na ugovorenu utvrđenu glavnici, tada je na ovaj način obavljena svop transakcija kao rezultat neto zaduženja svakog učesnika. Primjera radi, učesnik "A":  $(LIBOR) + 9\% - 10\% = (LIBOR - 1\%)$ . Učesnik "B":  $(LIBOR + 0,5\%) + 10\% - (LIBOR) = 10,5\%$

U ovom primjeru, na osnovu svop ugovora i jedan i drugi učesnik poboljšavaju svoj položaj jer učesnik "A" pribavlja sredstva po promjenljivoj kamatnoj stopi LIBOR – 1% umjesto po stopi LIBOR a učesnik "B" se zadužuje po fiksnoj kamatnoj stopi od 10,5% umjesto po 11%. Ovakav svop se naziva prost svop, dok se kod složenijih svopova uključuju razne vrste valuta i kamatnih stopa.

Valutni svop nastaje kada se vrši zamjena skupa isplata u jednoj valuti za skup isplata u drugoj valuti. Valutnim svopom se zamjenjuju gotovinski tokovi dviju obveznica izraženih u različitim valutama. Preko svopa učesnici mogu da ostvare svoje profitne ciljeve usljed povoljnijeg kretanja kamatnih stopa na tržištu. Tako se pomoću svopova vrše i upravljanja pasivom, pošto se kamatne stope po zaduženju mogu lakše mijenjati. Sve u svemu svop

transakcije su vrlo heterogene u terminima dospjeća, indeksima korišćenim za određivanje isplata i pravodobnost plaćanja, jer nemaju standardizovane ugovore.

## **5. EGZOTIČNI DERIVATI FINANSIJSKIH INSTRUMENATA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

### **5.1. Suština egzotičnih derivata hartija od vrijednosti**

Egzotični derivati su moderni specifični oblici finansijskih derivata hartija od vrijednosti, koji u odnosu na transakcije običnim finansijskim derivatima nude mogućnost ostvarenja mnogo većih marži (veće i do tri puta), a prinos na uložena sredstva veći za 35% do 50%. Očigledno je da su ovi derivati motivisani većom zaradom, odnosno većom dobiti. Međutim, treba reći da oni u sebi sadrže i znatan element špekulacija zbog većeg rizika kojem su investitori izloženi u ovim transakcijama.

Period između 1994. i 2007. godine, bio je period niske inflacije i niskih kamatnih stopa u većini razvijenih ekonomija svijeta. Istovremeno (izuzev Japana) navedeni vremenski period karakterističan je po rastu cijena akcija i nekretnina, "eksplozivnom" rastu derivata i isti se naziva zlatnim periodom derivata.<sup>40</sup> Derivati predstavljaju proizvode, čija isplata zavisi od vrijednosti drugih finansijskih instrumenata, a koriste se za hedžing i špekulativne transakcije. U praksi razvijenih zemalja prisutni su i hibridni derivati. To su proizvodi koji zavise od klasa aktive, kao što su kamatne stope i devizni kursevi. Egzotični derivati predstavljaju proizvode finansijskog inženjeringa. Pojavili su se prije dvadesetak godina. Prednost transakcija egzotičnim derivatima u odnosu na transakcije običnim derivatima je u tome, što egzotični derivati nude rješenja za mnoge specifične probleme učesnika u tim transakcijama. Upravo to pruža mogućnost za razne varijante ovih transakcija pod različitim uslovima i na različitim finansijskim tržištima. Ipak, smatra se da je učešće egzotičnih derivata u ukupnom poslovanju derivatima, još uvijek relativno malo.<sup>41</sup>

Neki "equity" proizvodi spadaju u ekstremno egzotične proizvode, čija osnovna premisa glasi da treba dozvoliti rastuću participaciju na tržištu prinosa akcija i limitiranje rizika

---

<sup>40</sup> Vidi detaljnije: Chiang Tan Chia: Demystifying exotic products: Interest Rates, Equities and Foreign Exchange, John Wiley & Sons, The Atrium, West Sussex, United Kingdom, 2010, str. 1.

<sup>41</sup> Oko 15 do 20 %. Vidi: Dukanac Snežana i Vuković Dragoslav: Egzotični derivati, list Berza br.3/95, Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrijednosti, Beograd, 1995.

pada vrijednosti akcija. Tradicionalno posmatrano, obveznice se smatraju sigurnim prihodom, dok su akcije sredstvo za ostvarivanje visokih prinosa ("yield").

## 5.2. Investiranje u egzotične derivate hartija od vrijednosti

Sušтина cjelokupnog posla investiranja u egzotične derivate<sup>42</sup> jeste da se sagleda:

- (a) šta zapravo komitent želi,
- (b) koje su mogućnosti da se te želje ostvare i
- (c) kako svoja saznanja da iskoristi u pronalaženju određenih rješenja, da bi ostvario svoje želje.

Potencijalna zarada je i u ovom slučaju osnovni pokretač aktivnosti i izazov za investitora, ma koliko transakcije egzotičnim derivatima izgledale komplikovane. Zaštita od rizika putem hedžinga novčanim instrumentima predstavlja neophodnost ostvarivanja na kraju svakog radnog dana. To mogu da postignu samo velike firme koje trguju u velikom obimu i imaju dobru vezu sa tržištem novca. Veličina firme je značajna zbog mogućnosti ispitivanja tržišta. Postoje mnogobrojne vrste i oblici egzotičnih derivata, koji se danas koriste u poslovnom trgovinskom svijetu.<sup>43</sup> Tako su nastale globalne firme koje trguju hartijama od vrijednosti i imaju prednost kod poslovanja derivatima, pošto se nalaze u bazi klijenata i u potrebnoj infrastrukturi za obavljanje takve trgovine. Pravu prednost imaju one firme koje mogu u okviru svoje unutrašnje organizacije rada da sprovedu integraciju između poslovanja derivatima i poslovanja sa novcem.

Radi prilagođavanja finansijskih instrumenata potrebama emitenata, nova tržišna filozofija ide u pravcu razvoja novih vrsta egzotičnih derivata. Tako su na tržištu u poslednje tri decenije prisutni razni oblici egzotičnih derivata, među kojima se najčešće upotrebljavaju:<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> Chiang Tan Chia: *Demystifying exotic products: Interest Rates, Equities and Foreign Exchange*, John Wiley & Sons, The Atrium, West Sussex, United Kingdom, 2010, str. 149-162.

<sup>43</sup> Ibidem, str. 168. Vidi razne vrste egzotičnih derivata, kao što su: "Cliquet", "Himalaya", "Altiplano", "Atlas", "Everest", Forward starting options, Cliques with local floors and caps, Cliques with global floors and caps, Reverse cliquets, Multi-asset cliquets, Napolens, Lookback options, Other cliquets, etc.

<sup>44</sup> Milojević dr Miroslav, Tomić Momčilo, Kelečević Lepasava, Dukanac Snežana, Andžić mr Milenko: *Poslovanje novčanim hartijama od vrijednosti*, Institut za ekonomiku i finansije, Beograd, 1996, str. 328-333.

(1) jednosmjerne note sa promjenjivom kamatnom stopom, čija je svrha mogućnost primanja nad tržišnog prinosa po noti,<sup>45</sup> (2) dvovalutne note sa promjenljivom kamatnom stopom, koje omogućavaju investitorima da provjere svoje pretpostavke o kretanju kamatnih stopa (rast ili pad u dvije zemlje istovremeno), (3) rasponske note, koje omogućavaju da se po njima plaća kupon iznad vrijednosti na tržištu u zavisnosti od kretanja cijena osnovne aktive u odnosu na neki ranije utvrđeni raspon cijena (isplative su na bazi “sve ili ništa”), (4) rasponske note sa više varijanti, od kojih postoji varijanta po kojoj se isplaćuje dio kupona za svaki dan u kome je nota unutar raspona, (5) svop opcije koje predstavlja opciju da se uđe u svop odnosno daje se komitentu pravo da uđe u svop, koji će mu plaćati kamatu po promjenljivoj stopi u zamjenu za plaćanje po fiksnoj kamatnoj stopi, (6) svopovi za amortizaciju indeksa sa inovativnim obrtima, koje koriste imaoci hartija od vrijednosti na osnovu hipoteke za hedžing rizik u slučaju da hipotekarni dužnik prije vremena otplati glavnicu, (7) korpa golih pasa, koja je vrlo specifičan egzotični derivat, zapravo smatra se jednim od najegzotičnijih derivata.<sup>46</sup>

### **5.3. Razvoj finansijskog tržišta egzotičnih derivata**

Razvoj tržišta egzotičnih derivata pruža nove šanse za razvoj novih derivatnih proizvoda i korišćenje njihovih varijanti i kombinacija, što utiče na finansijske institucije da iskoriste pravo vrijeme i uspješno završe svoje poslove. One su bile smjelije i brže u nalaženju adekvatnih odgovora na nove tržišne promjene. Smatra se da se u okviru ovih finansijskih institucija znatnu prednost na međunarodnom nivou stekle: Bankers Trust, Credit Swiss Financial Products, Merrill Lynch i J.P. Morgan. Ove četiri institucije čine sam vrh svjetske trgovine egzotičnim derivatima i sa pet drugorazrednih firmi (Lehman Brothers, Goldman Sachs, Salomon Brothers, Morgan Stanleys i Swiss Bank) držale su 1994. godine preko 80% poslovanja egzotičnim derivatima.<sup>47</sup>

---

<sup>45</sup> Ono što razlikuje ove note od drugih jeste da se kupon koji se isplaćuje povećava tokom vremena, odnosno odražava očekivanje da će doći do porasta kamatnih stopa na tržištu;

<sup>46</sup> Nazvan je tako pošto je emitovan na bazi američkih dugoročnih obveznica sa žiro kuponom koje služe kao kolateral za ove emisije. Kupon na “pse“ je direktno vezan za razliku između kamatne stope na američke dugoročne obveznice i prinosa na Brejdijeve obveznice.

<sup>47</sup> Pored ovih devet finansijskih instituciju, veliki značaj ima i 15-20 velikih ponuđača derivata, među kojima su evropske banke (Societe Generale, Deutsche Bank, Credit Lyon, Midland i Nat West Bank), američke banke (Chase Manhattan Bank, Cemical Bank i Citi Bank), osiguravajuća društva (AIG, General REPrudential) i grupa investicionih banaka (Nomira, Barclays, Zoed Kidder Peabod). Mada su ovi investitori inovativni, ipak im nedostaju vještina i smjelost u razradi i kombinovanju transakcija i pokrivanju široke lepeze obliku egzotičnih derivata, što ima za posljedicu da one zaostaju za onima koje su na vrhu ljestvice. Dukanac Snežana i Vuković Dragoslav: Egzotični derivati, list Berza br.4/95, Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrijednosti, Beograd, 1995, str. 78.



U poslovanju egzotičnim derivatima važna je mogućnost obavljanja transakcija po najnižoj cijeni. Za takav pristup neophodno je da se identifikuje koliko jedna firma može da preuzme kritičnih dijelova u procesu sa transakcijama derivatom. Kada je riječ o banci, ona upravlja rizikom procesa transakcija svojih egzotičnih derivata kombinacijom raznih strategija. Banka može ukloniti dio ili ukupnu poziciju iz svog bilansa prodajući je drugoj banci u cjelini ili je prepakovati i prodavati pojedinačno komitentima, možda i u obliku nekog drugog egzotika.

Banka može i sama ponijeti dio tog rizika, obezbeđujući hedžing trgovinom na berzi fjučersa ili pak dinamični hedžing, kupujući i prodajući osnovnu aktivu saglasno fluktuiranju njene cijene. Upravljanje rizikom, kao dinamični hedžing, može da bude opasno naročito kod opcija sa barijerom u slučajevima, kada se cijena osnovne aktive brzo pomjera izvan barijera. Da bi upravljala rizikom, banka treba da pravilno određuje cijenu svojih egzotika kao tržišnog materijala. Primjena modela cijene zahtjeva korišćenje kretanja aktive u prošlosti, koje služi kao orijentacija za cijene kojima bi se obezbjedio očekivani profit. Ako postoji više od jedne aktive, tada kretanje cijene treba da bude stavljeno u korelativan odnos. To zahtjeva veći broj osposobljenih ljudi i detaljna istraživanja, što je samo po sebi i suviše skup posao.

Smatra se da je značajno predvidjeti buduća kretanja i korelativni odnos svih elemenata za uspješnost transakcije, a isto se traži detaljno poznavanje tržišta kapitala. Međutim, kod izrade modela nije moguće provjeriti vitalne djelove modela, naročito cijenu koja se naplaćuje da bi se pokrio rizik. Tako rizik modela izaziva dosta teškoća i zabrinutost kod kreatora transakcija egzotičnih derivata. Testiranje modela moguće je obaviti primjenom scenarija "šta ako", a to zahtjeva mnogo vremena. Kompleksan egzotik, koji pokriva razne vrste aktive na različitim tržištima u svijetu, sadrži rizik da se cijene osnovne aktive kreću jednovremeno na načine koje nije moguće predvidjeti. Postoje korelacije koje se ne mogu pokriti hedžingom, a tada bankama ostaje samo da se nadaju da je cijena koju su uspjele da postignu za svoje komitente pokrila rizik.

## **Drugi dio:**

# **FONDOVI KAO INSTITUCIONALNI INVESTITORI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

## **1. ORGANIZACIONI OBLICI INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

### **1.1. Institucionalni investitori na finansijskom tržištu**

Poslovima na finansijskom tržištu, posebno njegovom segmentu sekundarnom tržištu hartija od vrijednosti, bave se posebne finansijske institucije, koje se jednim opštim zajedničkim imenom nazivaju institucionalni investitori (“institutional investors”). Samo da se podsjetimo, primarno tržište predstavlja prvu prodaju emitovanih hartija od vrijednosti, dok sekundarno tržište predstavlja, drugu i sve naredne prodaje hartija od vrijednosti. Institucionalni investitori posluju u svoje ime i za svoj račun, i u svoje ime a za račun svojih komitenata. U prvom slučaju, tj. kad posluju u svoje ime i za svoj račun, cilj je institucionalnih investitora da ostvare dobit, uz prihvatljiv rizik. U drugom slučaju, kad posluju u svoje ime a za račun svog komitenta, tada institucionalni investitori rade na osnovu određenog procenta nadoknade, odnosno provizije.

Institucionalni investitori se pojavljuju pod raznim imenima i u raznim organizacionim oblicima. Tako se u ove profesionalne posredničke finansijske organizacije, u SAD-u, kao najrazvijenijem tržištu hartija od vrijednosti, uključuju sljedeće posredničke institucije:<sup>48</sup> (1) udruženi fondovi (“mutual funds”), (2) penzioni fondovi, (3) poslovne banke, (4) brokerske firme, (5) arbitražne firme, (6) internacionalni investitori, (7) korporacije, (8) investicioni savjetnici, i (9) osiguravajuće kompanije. Poslovanje svih navedenih posredničkih organizacija zaslužuje posebnu pažnju. Međutim, poslovanje brokerskih organizacija kao institucionalnih investitora, rašireno je po cijelom svijetu. Njihova aktivnost na finansijskom tržištu stalno je u uzlaznom trendu. Neke od ovih finansijskih kompanija bili su i uzročnici poznate finansijske krize iz 2008. godine, koja još uvijek

---

<sup>48</sup> Mishkin Frederic S. and Eakins Stanely G.: Finansijska tržišta i institucije, prevod, Mate Zagreb, str. 213-217.

traje, a neke od njih su platile i visoku cijenu finansijske krize, pa su ubrzo po izbijanju finansijske krize, bankrotirale.<sup>49</sup>

Poslovanje institucionalnih investitora i dalje je od velikog interesa za mnoge finansijske posrednike. Tako je u 2011. godini u svijetu, među pedeset najpoznatijih posredničkih institucija, kao institucionalnih investitora, bilo sljedećih deset najvećih brokerskih kompanija i to:<sup>50</sup>

<b>Rang 30.09. 2011.</b>	<b>Naziv brokerske kompanije</b>	<b>Vrijednost kapitala - u mlrd. dolara -</b>	<b>Rang 31.12. 2010.</b>
01.	Goldman Sachs & Co.	22,2	01.
02.	Newedge USA, LLC	20,5	02.
03.	J.P.Morgan Securities, LLC	19,5	03.
04.	Deutsche Bank Securities Inc.	15,1	04.
05.	UBS Securities, LLC	11,0	07.
06.	Merill Lynch Pierce Fenner&Smith	10,6	06.
07.	Citigroup Global Markets, Inc.	10,2	05.
08.	Credit Suisse Securities(USA) LLC	6,5	10.
09.	Morgan Stanley & Co., LLC	6,0	09.
10.	Barclays Capital Inc.	5,4	11.

Pregled br. 1: Prvih deset najvećih brokerskih kuća u svijetu

Među najvažnije posredničke institucije spadaju investicioni fondovi, osiguravajuće kompanije i penzioni fondovi o kojima će biti više riječi u nastavku izlaganja. O ostalim institucijama biće riječi samo toliko, da bi se bolje shvatila cjelina finansijskog tržišta na kojem dominantnu ulogu igraju navedene tri institucije.

## **1.2. Poslovne banke na finansijskom tržištu**

Poslovne banke su najznačajniji učesnici na svim segmentima finansijskog tržišta, odnosno na tržištu novca, tržištu kapitala, deviznom tržištu i tržištu finansijskih derivata. Poslovanje

<sup>49</sup> Kao što je, na primjer, brokerska firma Salomon Brothers Inc. i neke druge. Kada se pogleda rang ovih firmi prije trideset godina, situacija sasvim drugačija: Merrill Lynch, Fenner & Smith, Inc., Shearson Loeb Rhoades, EF Hutton, Salomon Holdinag, Dean Eitter, Bache Hasley Stewart Shildes, Paine Webber, Goldman Sachs & Co., Stephens Inc.

<sup>50</sup> <https://www.google.rs> Lista 50 najvećih brokerskih kompanija na svijetu na dan 30.09.2011. godine po visini kapitala njihovih klijenata.

banaka vezano je, kako za tržište novca i kratkoročnih hartija od vrijednosti, tako i za primarno i sekundarno tržište kapitala, odnosno trajna i dugoročna ulaganja. Poslovne banke su, najčešće i same akcionarska društva, te kao takve preko novih emisija učestvuju i na primarnom tržištu kapitala. Međutim, poslovne banke investiraju dio svog raspoloživog finansijskog potencijala u hartije od vrijednosti. Tako, banke u okviru svojih ukupnih plasmana imaju jedan dio plasmana, koji se odnosi na investicione plasmane radi ostvarivanja prinosa, odnosno prihoda na privremeno “slobodna” novčana sredstva. Treba praviti razliku između plasmana poslovnih banaka u hartije od vrijednosti, i plasmana investicionih banaka, koje su specijalizovane finansijske institucije i koje su potpuno vezane za tržišne operacije sa hartijama od vrijednosti. Ovdje je riječ o poslovnim bankama koje samo jedan dio svojih plasmana (obično manji), drže u hartijama od vrijednosti.

Prema podacima o ukupnoj aktivi iz bilansa za 2010. godinu, sljedećih deset najvećih banaka u svijetu imale su najveću vrijednost aktive:

<b>Rang</b>	<b>Naziv banke</b>	<b>Zemlja</b>	<b>Ukupna aktiva - u mlrd.\$ -</b>
01.	BNP Paribas	Francuska	2.670,0
02.	Deutsche Bank	Njemačka	2.546,3
03.	HSBC Holdings	V.Britanija	2.454,7
04.	Barclays	V.Britanija	2.331,9
05.	The Royal Bank of Scotland Gr.	V.Britanija	2.275,5
06.	Bank of America	SAD	2.268,3
07.	Credit Agricole	Francuska	2.129,2
08.	JPMorgan Chase	SAD	2.117,6
09.	Ind.&Commercial Bank of China	Kina	2.032,1
10.	Citigroup	SAD	1.913,9

Pregled br. 2: Deset najvećih banaka u svijetu prema vrijednosti njihove aktive<sup>51</sup>

Prema navedenim podacima, najveća banka na svijetu je BNP Paribas u Francuskoj, a druga je Deutsche Bank u Njemačkoj. U prvih deset banaka Velika Britanija i SAD imaju po tri banke, Francuska dve, a Njemačka i Kina po jednu banku.

<sup>51</sup> [www.gfmag.com](http://www.gfmag.com)

Plasmani u hartije od vrijednosti pomažu bankama da lakše rješavaju konfliktne situacije između navedena tri elementa, pošto se optimizacijom obima i strukture ovih plasmana, tj. plasmana u hartije od vrijednosti, omogućava banci: (1) lakše održavanje neophodnog stepena likvidnosti, (2) smanjenje, odnosno ograničavanje kreditnog rizika, i (3) kreiranje potrebnih dodatnih prihoda.<sup>52</sup> Pokazalo se da u razvijenim tržišnim privredama, banke lakše održavaju ključnu funkciju svoje likvidnosti, ukoliko u svojim bilansima raspolažu adekvatnom strukturom hartija od vrijednosti.

Poznato je da plasmani u kredite donose banci veće prihode nego plasmani u hartije od vrijednosti. Stoga je skoro u svim poslovnim bankama težište stavljeno na kreditne plasmane. Međutim, ulaganjem “slobodnih” novčanih sredstava u sigurne hartije od vrijednosti, banke vrše optimizaciju svog kreditnog potencijala i održavaju zadovoljavajući kvalitet svoje aktive. Hartije od vrijednosti omogućavaju bankama postizanje perfektne diversifikacije plasmana, što je ključni uslov za ograničavanje rizika banke. Preko držanja hartija od vrijednosti u svojim bilansima, naročito obveznica, banke omogućavaju perfektiju strukturu finansiranja i kreditiranja preduzeća, zatim sektora privrede i države.

U oblikovanju kompozicije portfolia hartija od vrijednosti, banke u tržišnim privredama polaze od sljedeća četiri bitna kriterijuma:<sup>53</sup> (1) sigurnosti plasmana, (2) diversifikacije plasmana, (3) likvidnosti ulaganja, i (4) profitnih momenata.

Sigurnost plasmana banke je na prvom mjestu i obezbjeđuje se preko brižljivog izbora i kupovine visoko kvalitetnih hartija od vrijednosti. Sigurnost podrazumijeva uzdržavanje od žrtvovanja sigurnosti u korist prinosa. Diversifikacija plasmana podrazumijeva granski aspekt optimizacije u alokaciji plasmana i veoma je važan elemenat profitabilne uspješnosti portfolia i redukcije obima rizika. Likvidnost plasiranih sredstava u hartije od vrijednosti podrazumijeva lakoću i brzinu pretvaranja ovog dijela aktive u gotov novac, ukoliko se za to ukaže potreba. I konačno, profitabilnost uloženi sredstava u hartije od vrijednosti je posljednji kriterijum koji opredjeljuje ove plasmane.

Prilikom formiranja i održavanje obima i strukture investicionog portfolia tržišnih banaka, važna je hijerarhijska funkcija i odnos parametara: (1) likvidnosti, (2) sigurnosti, i (3) prinosa.

---

<sup>52</sup> Jović dr Srboljub: Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990, str. 431.

<sup>53</sup> Ibidem, str. 435.

Likvidnost se obezbjeđuje adekvatnim učešćem kratkoročnih i perfektno utrživih hartija od vrijednosti, koje su najviše zastupljene u investicionom portfoliju skoro svake banke. Sigurnost je vezana za performanse i rejting emitenta hartija od vrijednosti. Prinos se obezbjeđuje tek po obezbjeđenju navedena dva elementa tj. likvidnosti i sigurnosti, kada je banka opredjeljena na dugoročne hartije od vrijednosti. Prilikom strukturiranja investicionog portfolia sa dugoročnim hartijama od vrijednosti, banke preferiraju kupovinu državnih obveznica, koje su već po svojoj definiciji visokog kvaliteta i najčešće su im prinosi oslobođeni od plaćanja poreza.<sup>54</sup>

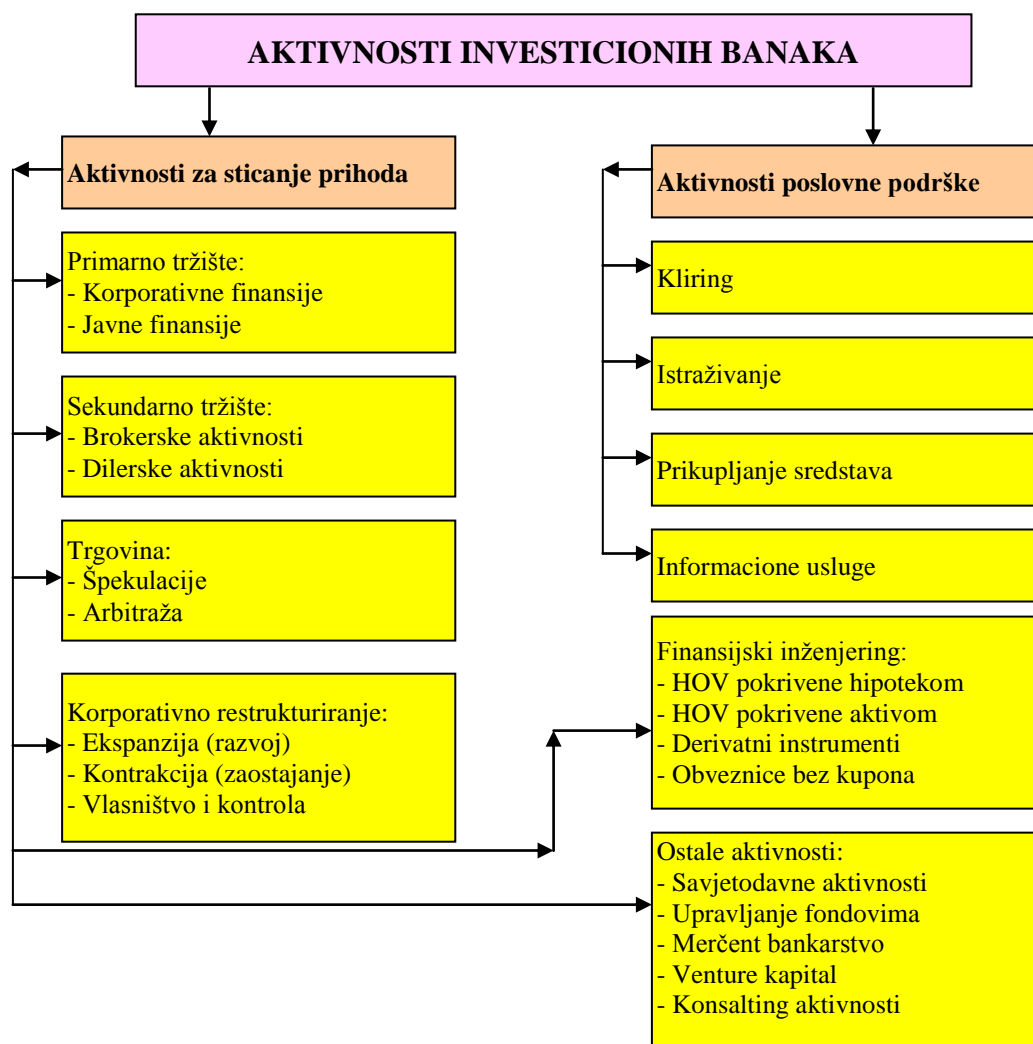
### **1.3. Investicione banke na finansijskom tržištu**

Veoma važni učesnici na finansijskom tržištu su investicione banke (dominantne u SAD-e) ili univerzalne banke (dominantne u EU), kao i banke na bivšem jugoslovenskom prostoru. Investicione banke imaju ključnu ulogu u procesu emisije hartija od vrijednosti kao posrednici na finansijskom tržištu, a njihovo poslovanje prikazuje sljedeća slika br.1.

Prema navedenoj slici, vidi se da se funkcionalno područje investicionog bankarstva odnosi na: (1) poslovne aktivnosti koje generišu prihode, (2) poslovne aktivnosti koje se odnose na podršku i generišu troškove. Aktivnosti prihoda odnose se na: (a) primarno tržište (akcije kompanija), (b) sekundarno tržište (dilersko-brokerske aktivnosti), (c) trgovanje (špekulaciju i arbitražu), (d) restrukturiranje kompanija (ekspanziju i vlasništvo), (e) finansijski inženjering, (f) ostale aktivnosti (investicioni menadžment, konsalting, merčending). Aktivnosti podrške se odnose na: (a) kliring, (b) istraživanje, (c) interno finansiranje, (d) informacione usluge.

---

<sup>54</sup> Ibidem, str. 432.



Slika br. 1: Poslovne aktivnosti investicionih banaka<sup>55</sup>

Poslovanje svakog investicionog fonda podržavaju i pomažu investicione banke. Ta saradnja sa fondovima se zasniva na četiri područja poslovne aktivnosti i to:

- (1) pripremu i emitovanje (emisiju) hartija od vrijednosti,
- (2) garantovanje prodaje emitovanih hartija od vrijednosti (“underwriting”),
- (3) organizaciju i relizaciju plasmana hartija od vrijednosti, i
- (4) obavljanje konsultantskih usluga.

Taj proces prikazuje se na sljedećoj slici br. 2:

<sup>55</sup> Vunjak dr Nenad, Ćurčić dr Uroš, Kovačević dr Ljubomir: Korporativno i investiciono bankarstvo, “Proleter“ a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, BLC Banja Luka Colege, 2008, str. 222.



Slika br. 2: Poslovne funkcije investicionog fonda

U procesu pripreme emisije hartija od vrijednosti, investiciona banka daje investicionom fondu: savjete po pitanju vrijednosti emisije, pomoć u određivanju cijene akcija, pomaže oko pripreme dokumenata i podnošenja istih.

Komisiji za hartije od vrijednosti, pripremi podatke i zahtjeve za odobrenje prospekta za distribuciju, odnosno prodaju hartija od vrijednosti, zatim pomoć u poslovima izrade projekta i sl.

Garantovanje ili pokroviteljstvo (“underwriting”) investicione banke je neophodno kod vršenja emisije hartija od vrijednosti fonda u svojstvu principala ili agenta uz preuzimanje odgovornosti za uspjeh prodaje emisije hartija od vrijednosti na finansijskom tržištu. Kao principal (u svoje ime i za račun emitenta), banka otkupljuje emisiju od emitenta i preuzima odgovornost za njenu prodaju (“firm commitment”), odnosno za uspješnost prodaje cijele emisije (“underwriting”). Kao agent (u ime i za račun emitenta) preuzima obavezu prodaje samo za onaj dio, koliko to realno može učiniti (“best efforts”). Investiciona banka u ovom poslu ostvaruje zaradu kao razliku cijene po kojoj je platila emitentu emisiju akcija i cijene koju je ostvarila prodajom akcija na tržištu (“underwriting spread”).

Distribucija, odnosno plasman hartija od vrijednosti, bilo da je otkup cijele emisije ili obaveza prodaje samo dijela emisije, predstavlja za investicionu banku veliki rizik. To “primorava” investicione banke da formiraju sindikat banaka, koje na taj način imaju znatno širu mrežu plasmana i lakše međusobno “dijele” preuzeti rizik. Ugovorom između banaka formira se “sindikata banaka” za plasman emisije hartija od vrijednosti na čelu sa vodećom bankom, odnosno gestor bankom (“lead manager”). Ova banka, kao vodeća, ima posebne odgovornosti, među kojima su najvažnije: (a) formira i predstavlja sindikat, (b) imenuje grupu za prodaju hartija od vrijednosti, (c) utvrđuje dio emisije za prodaju kao obavezu svake članice sindikata, (d) upravlja cijelom prodajom emisije, (e) odgovara za



stabilnost tržišta hartija od vrijednosti. Naknada za ove poslove utvrđuje se međusobnim ugovorom o formiranju sindikata.

Investicione banke pružaju emitentima i investitorima konsultantske usluge. Konsalting podrazumijeva finansijske i savjetodavne poslove prema fizičkim i pravnim licima, odnosno investitorima i emitentima. Finansijski konsalting obično započinje: (a) finansijskom analizom rezultata poslovanja, (b) analizom finansijske strukture sredstava i njihovih izvora, (c) strukturom investicija, (d) analizom stanja tržišta i poslovnih učesnika na tržištu, (e) analizom berzanskih oscilacija, (f) istraživanjem tržišta, (f) završava se izborom optimalne strategije finansiranja za tražioca ove analize.

Prema bilansima za 2009. godinu, deset najvećih investicionih banaka <sup>56</sup> u svijetu, rangiranih po neto zaradi, prikazuje se u sljedećoj tabeli br. 3:

<b>Rang</b>	<b>Naziv investicione banke</b>	<b>Zemlja</b>	<b>Prihod*</b>	<b>Neto* zarada</b>	<b>Asset UM**</b>
01.	Goldman Sachs	SAD	45,1	13,4	871
02.	JP Morgan Chase	SAD	100,4	11,8	1.219
03.	Morgan Stanley	SAD	24,7	1,7	779
04.	CitiGroup	SAD	80,3	(1,6)	556
05.	Bank of America***	SAD	121,0	6,3	523
06.	Barclays Capital	UK	31,8	10,3	1.379
07.	Lazard	SAD	1,53	(0,18)	98
08.	Credit Suisse	SU	31,1	7,9	384
09.	Deutsche Bank	D	25,3	4,9	181
10.	UBS	SU	24,0	(1,9)	159

Tabela br. 3: Deset najvećih investicionih banaka u svijetu analizirajući njihovu neto zaradu

\* Prihod, neto zadada i asset under its management iskazani su mlrd.\$

\*\* Asset UM = Asset under its management

\*\*\* Bank of America Merrill Lynch)

Investicione banke, kao institucije koje imaju veliku koncentraciju ekspertskog znanja, mogu uspješno analizirati investicione opcije, kako za pojedine industrijske grane, tako i za pojedine emitente. Poseban oblik investicionog konsaltinga vezan je za procese merđžera i akvizicije (gdje je cilj podizanje efikasnosti, kao i podizanje vrijednosti cijena akcija, što

<sup>56</sup> [www.gfmag.com](http://www.gfmag.com)

omogućuje rast kapitalne dobiti), kao i za devaluiranje firmi (banke savjetuju potrebu, vremensku dinamiku i obim devaluacije firmi). Investicione banke mogu davati i savjete za finansijska restrukturiranja firme (zamjenu oblika finansiranja, rekapitalizaciju, otkup akcija, projektno finansiranje i sl.).

Investicione banke imaju tri značajne uloge u procesu emisije hartija od vrijednosti:<sup>57</sup> (1) savjetodavnu ulogu (“advisory role”), (2) preuzimanje rizika (“underwriting”) i (3) prodaju emitovanih hartija od vrijednosti (“selling”).

Savjetodavna uloga (“advisory role”) investicionih banaka se sastoji u tome da se vrši procjena: (a) količine hartija od vrijednosti, koje mogu da budu emitovane, i (b) uslova pod kojima emisija hartija od vrijednosti može da bude obavljena. Uloga preuzimanja rizika (“underwriting”) podrazumijeva davanje garancije emitentu emisije hartija od vrijednosti, da će određena količina hartija od vrijednosti biti prodana na primarnom tržištu uz predviđene cijene i druge predviđene uslove. Uloga prodaje (“selling”) hartija od vrijednosti podrazumijeva prodaju ukupne količine emitovanih hartija od vrijednosti preko mreže u organizaciji investicione banke.

Investiciona banka u ovim poslovima nastupa u ulozi posrednika i za naprijed navedena tri oblika uslužnih poslova, naplaćuje određenu visinu provizije kao nadoknadu za svoje profesionalne usluge. Visina provizije, kao cijene ovih usluga, zavisi od aranžmana između emitenta hartija od vrijednosti (na primjer, preduzeća-emitenta) i investicione banke. Uobičajena je praksa, da se cijena obično formira i naplaćuje kao procenat od nominalne vrijednosti emitovanih i prodatih, akcija. To praktično znači, da će investiciona banka isplatiti preduzeću-emitentu iznos nominalne vrijednosti hartija od vrijednosti, umanjen za procenat ugovorene provizije.

#### **1.4. Uloga centralne banka i države na finansijskom tržištu**

U svakoj zemlji centralna banka ima monetarnu vlast<sup>58</sup>, preko koje ostvaruje svoju ulogu na tržištu novca, dok je njena uloga na tržištu kapitala znatno manja (pojavljuje se samo kao učesnik). Učešće centralne banke na tržištu novca se, pored ostalog, može svesti na

---

<sup>57</sup> Ćirović dr Milutin: Primarno tržište kapitala, u zbirci radova: Finansijska tržišta i njihovi zakoni, Financing Centar Novi Sad, 1995, str. 29-48.

<sup>58</sup> Ili više banaka, kao što je to u SAD, gde ima 12 emisionih banaka, a vlast centralne banke ima FED.

sljedeće važnije funkcije:<sup>59</sup> (1) vrši funkciju “banke banaka”, (2) propisuje i sprovodi pravila ponašanja banaka, (3) donosi odluke o uslovima poslovanja banaka, i (4) reguliše na finansijskom tržištu ponudu i tražnju novca.

Prve tri funkcije su organizacionog karaktera, dok je četvrta funkcija kreditno-monetarnog karaktera, koja se ispoljava u održavanju likvidnosti poslovnog bankarstva, posebno prema inostranstvu (na primjer, stopa obavezne rezerve). Ova funkcija se izražava u intervencijama na tržištu novca preko ponude i tražnje, da bi održala željenu visinu diskontne i eskontne kamatne stope. U praksi to znači, da u slučaju ako je ponuda na tržištu novca manja od tražnje, tada postoji opasnost rasta kamatne stope, tada se centralna banka pojavljuje sa svojom ponudom i tako dovodi do ravnoteže ponudu sa tražnjom. Ako je ponuda na tržištu novca veća od tražnje, postoji opasnost od pada kamatne stope i centralna banka se pojavljuje u ulozi kupca viška ponude, te tako dovodi u sklad ponudu i tražnju novca na tržištu.

Za razliku od centralne banke, koja ima dominantnu ulogu na tržištu novca, uloga države je dominantna na tržištu kapitala. Uloga države na tržištu kapitala može se iskazati preko:<sup>60</sup> (1) investicione uloge, (2) korisnika kapitala, (3) njene regulatorne uloge, (4) njene kontrolne i revizorske uloge.

Pojava države kao investitora ili korisnika na tržištu kapitala ima za cilj, da obezbijedi stabilnost funkcionisanja tržišta kapitala slično ulozi centralne banke na tržištu novca. Ako dođe do veće tražnje, država se može pojaviti u ulozi investitora, odnosno ako dođe do veće ponude, država se može pojaviti u ulozi korisnika kapitala. Poseban značaj i mjesto na tržištu kapitala pripada državi. Posebnost države predstavlja produkt njene specifične uloge u svakoj nacionalnoj ekonomiji. Država kao učesnik na tržištu kapitala može se pojaviti u ulozi: (1) investitora, (2) korisnika kapitala, (3) regulatora kapitala, (4) kontrolora kapitala. Sve četiri funkcije države kao učesnika tržišta kapitala međusobno su zavisne i uslovljene. Karakteristike državne regulative na tržištu kapitala odnose se na: (1) objektivnost, (2) neutralnost, (3) nezavisnost, (4) autonomnost i (5) efikasnost.

Država preko određenih oblika objektivne, nezavisne i efikasne regulative i instrumenata (zakona, organa, komisija i prospekata), utiče na rad tržišta kapitala. Zakonima su osigurani svi potrebni uslovi, kao i poslovni ambijent za rad tržišta kapitala. U fokusu ovih

---

<sup>59</sup> Ristić dr Života: Tržište novca –Teorija i praksa, Beograd 1990, str. 29-30.

<sup>60</sup> Ristić dr Života: Tržište kapitala –Teorija i praksa, Beograd 1990, str. 112.

propisa je uređivanje odnosa kupaca i prodavaca na tržištu kapitala i njihov odnos prema institucijama tržišta kapitala (na primjer berzama). Uloga države ispoljava se i u osnivanju posebnih državnih organa i komisija, kao što su komisije za registraciju emisija hartija od vrijednosti i komisije za dozvolu plasmana hartija od vrijednosti i sl.

Komisije za registraciju emisije hartija od vrijednosti predstavlja jedan od najvažnijih oblika državne regulative na tržištu kapitala. Preko rada ove komisije, osiguravaju se cjelovite i potpune informacije o emitentu (menadžment timu, kapitalu, cilju finansiranja, bilansnoj strukturi, prihodima i rashodima, što se obezbjeđuje u “prospektu o emitentu“). Komisija za dozvolu plasmana emisije, odnosno za kotaciju na berzi, ima za cilj da potvrdi da su podaci i informacije iznjete u prospektu emitenta pouzdane i tačne.

Kontrolna i revizorska uloga države na tržištu kapitala ostvaruje se preko preventivne i naknadne kontrole obavljenih poslovnih transakcija na tržištu kapitala. Najvažniji oblici kontrole i revizije mogu se svesti na: primjenu zakona i drugih propisa, rad i funkcionisanje berzi, portfelje hartija od vrijednosti i raznih informacija koje se odnose na rad tržišta kapitala.

## **2. INVESTICIONI FONDOVI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

### **2.1. Poslovni koncept i funkcionisanje investicionih fondova**

Investicioni fondovi predstavljaju relativno novi tip finansijskih posrednika. Oni vrše intermedijarstvo između pojedinaca, odnosno domaćinstava kao investitora i preduzeća i države, kao emitenata hartija od vrijednosti. Suština investicionih fondova je u prikupljanju novčanih sredstava (“kapitala“) putem emitovanja i prodaje svojih akcija, čime formiraju svoj finansijski potencijal i plasiraju ga u akcije i obveznice emitovane od drugih kompanija na finansijskom tržištu. Prvi organizacioni oblici, kao preteče investicionih fondova, nastali su u 18. i 19. vijeku.<sup>61</sup> Poneseni optimizmom privrednog rasta i uzlaznim berzanskim ciklusom, osnivaju se novi investicioni fondovi.

---

<sup>61</sup> Po nekim izvorima, preteču prvog zatvorenog investicionog fonda osnovao je holandski kralj Willam 1822.godine sa namjerom da se omoguće male strane investicije. Međutim, smatra se da je prvi investicioni fond bila škotsko-američka investiciona kompanija osnovana u Londonu 1860.godine, a zatim se kasnije (krajem 19. i početkom 20.vijek) osnivaju u većem broju zemalja, kao što su: Belgija, Velika Britanija, SAD, itd. Na području SAD se smatra da je prvi investicioni fond bila firma iz Chicaga u vlasništvu Herisa i Forbsa osnovana 1880. godine. Kasnije dolazi do formiranja mnogih fondova koji djeluju kao posrednici između investitora i kompanija, kojima je kapital potreban. Tako je 1901. godine “J.P.Morgan & Co.“ bila organizator udruživanja proizvođača čelika u korporaciju “United Steel Corporation“, koja je prikupila 1,5 milijardi dolara u cilju integracije velikog broja proizvođača čelika. Prvi otvoreni investicioni fond u SAD je

Tada je, u periodu od 1860. do 1875. godine samo u Velikoj Britaniji u to vrijeme, osnovano više od 50 investicionih fondova. Kasnije je svijet zahvatio recesioni talas, i došlo je do smanjenja interesa za investiciona ulaganja u investicione fondove. Nakon velike ekonomske krize u periodu od 1929-1933. godine, postepeno se obnavlja interes za ulaganja u investicione fondove, posebno u Velikoj Britaniji i SAD, da bi taj interes u drugoj polovini 20-tog vijeka doživio pravi bum, kako po broju, tako i po tipovima i obimu aktive, kojima su investicioni fondovi raspolagali.

Investicioni fondovi predstavljaju vrstu najснаžnijih posredničkih institucija savremenog finansijskog tržišta. Investicioni fondovi, kao finansijski posrednici, imaju za cilj da poboljšaju proces kupovine hartija od vrijednosti od strane domaćinstava preko:<sup>62</sup> (1) portfolio diversifikacije, (2) profesionalnog portfolio menadžmenta, i (3) bolje marketing aktivnosti nove finansijske aktive.

Portfolio diversifikacija podrazumijeva ulaganje u razne vrste hartija od vrijednosti radi smanjenja nesistemskih rizika. Domaćinstvo, kupujući akcije investicionog fonda postaje proporcionalni suvlasnik ukupnog diversifikovanog portfolia investicionog fonda i tako se štiti od rizika. Profesionalni menadžeri fonda koriste svoje znanje u selekciji, i kupovine i prodaje hartija od vrijednosti u cilju obezbjeđivanja optimalne portfolio strukture. Nova finansijska aktiva ima bolju prođu na tržištu nego bazične hartije od vrijednosti, što stimuliše individualne investitore da kupuju nove akcije fonda.

Pored naprijed navedenih prednosti, ulaganja u investicione fondove, omogućuju pojedincu kao investitoru: (1) jednostavni pristup tržištu kapitala, (2) povjerenje u stručno upravljanje fondom preko portfolio menadžera, (3) mogućnost da investitor povuče svoja sredstva, i (4) dobijanje prinosa obično većeg nego prilikom štednje. Ukoliko pojedinac želi da sam vrši ove poslove, za uspješno individualno ulaganje potrebno je odlično poznavanje odnosa, kretanja i strukture finansijskog tržišta i aktivno učešće u dinamičnim kretanjima na finansijskom tržištu.

---

bio "Massachusetts Investors Trust", formiran 1924. godine sa portfolirom od 45 akcija i vrijednosti aktive od 50.000 dolara.

<sup>62</sup> Ćirović dr Milutin: Bankarski menadžment, Ekonomski institut Beograd, 1995, str. 203.

Funkcionisanje investicionih fondova podrazumijeva i četiri bitna poslovna odnosa, a koji se odnose na relacije: (1) ulagača i fonda, (2) fonda i upravljačke kompanije, (3) fonda i banke-depozitara, i (4) fonda sa okruženjem.<sup>63</sup>

Odnos ulagača i fonda zasniva se na ugovoru o pristupu fondu po osnovu kupovine akcija ili udjela fonda. Osnov za ugovor je statut fonda i prospekt fonda. Odnos fonda i upravljačke kompanije, odnosno kompanije za upravljanje fondom, zasniva se na ugovoru o nalogu. Treba naglasiti, da je upravljačka kompanija uglavnom i sponzor fonda i njena uloga je da: pruža usluge investicionog konsaltinga, da ažurira transakcije, da prikuplja sredstva emitovanjem akcija, da plasira sredstva i da saraduje sa bankom depozitarom. Kompanija je odgovorna i za rezultate rada fonda.

Odnos fonda i banke-depozitara manifestuje se preko brojnih funkcija banke depozitara, kao što su: primanje na čuvanje hartija od vrijednosti iz portfolia fonda, vođenje drugih aktivnosti fonda, izvršenje plaćanja, vršenje raspodjele dividende i kapitalne dobiti, verifikovanje transakcija uprave firme u skladu sa zakonom i ugovorom o nalogu, prenošenje akcija i sl. Odnos fonda prema okruženju podrazumijeva tri osnovna aspekta, kao što su: (a) fiskalni tretman fondova (da se u poreskim zakonima izbjegne dvostruko oporezivanje dohotka fonda i dohotka ulagača uključivši i neke fiskalne olakšice, a sve u cilju da država stimuliše investitore i omogući određene poreske olakšice), (b) nadzor nad poslovnim aktivnostima fonda (nadzor se obavlja od strane određenih državnih institucija u skladu sa zakonom i propisima, (c) stimulacija rada i razvoja fondova (pošto su investicioni fondovi jedan od oblika prikupljanja štednje, država teži da stimuliše razvoj ovakvih finansijskih institucija, što dovodi do porasta kredibiliteta fondova, njihovog napretka, razvoja finansijskog tržišta, pa i nacionalne ekonomije.

## **2.2. Vrste investicionih fondova**

Investicioni fondovi imaju dugu tradiciju u zemljama razvijenih tržišnih privreda. Postoje različite vrste investicionih fondova kao i njihovo organizovanje na različitim nivoima. Tako, deset najvećih “mutual“ fondova na svijetu po vrijednosti aktive, ilustruje sljedeći pregled br. 3:

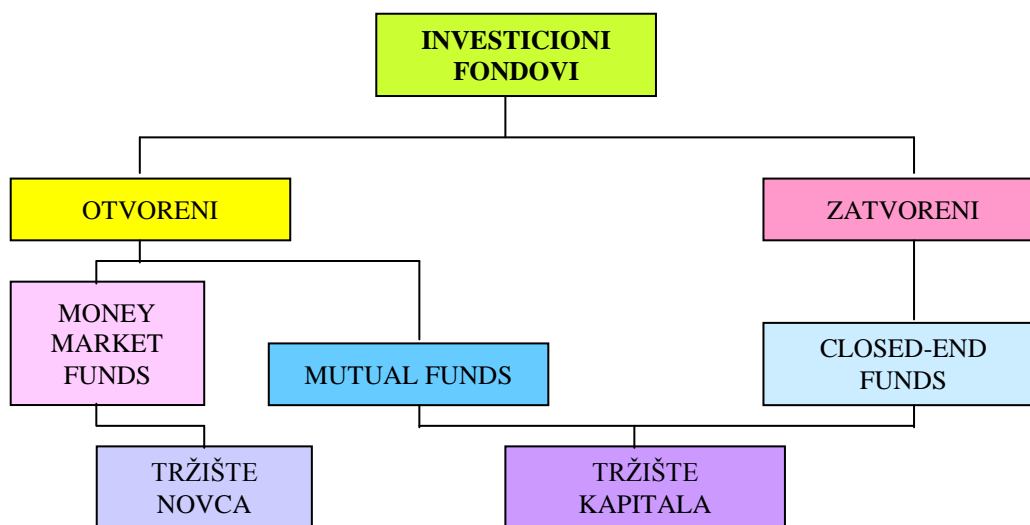
---

<sup>63</sup> Vasiljević dr Branko: Osnove finansijskog tržišta, Pravni fakultet Beograd, 2005, str. 117-119.

Rang 2005.	Simbol fonda	Naziv mutual fonda	Ukupna aktiva - u mlrd.\$ -
01.	VFINX	Vanguard 500 Index	70,8
02.	AGTHX	American Funds Grth Fund of Amer. A	67,7
03.	AIVSX	American Funds Invest. Co of Amer. A	66,0
04.	AWSHX	American Funds Washington Mutual A	63,1
05.	FCNTX	Fidelity Contrafund	55,6
06.	PTTRX	PIMCO Total Return Instl.	52,7
07.	FMAGX	Fidelity Magellan	52,4
08.	AMECX	American Funds Inc. Fond of Amer. A	47,4
09.	DODGX	Dodge & Cox Stock	46,3
10.	CAIBX	American Funds Capital Inc. Bldr. A	41,2

Pregled br. 1: Deset najvećih “mutal“ fondova na svijetu analizirajući njihovu vrijednost aktive<sup>64</sup>

Investicioni fondovi posluju kao fondovi otvorenog i zatvorenog tipa.



Slika br. 1: Vrste investicionih fondova i njihova ulaganja<sup>65</sup>

Zatvoreni investicioni fondovi<sup>66</sup> (“closed-end funds”) emituju fiksni iznos svojih akcija putem javne prodaje. Ove kompanije su registrovane na berzi tako da holderi akcija ovih fondova vrše prodaju akcija na berzi i na OTC tržištu.

<sup>64</sup> <https://www.google.rs>

<sup>65</sup> Šoškić dr Dejan: Hartije od vrijednosti – upravljanje portfoliom i investicioni fondovi, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006. god., str. 271.

Otvoreni investicioni fondovi<sup>67</sup> (“open-end funds”, “mutual funds”) su najrasprostranjeniji na svjetskom finansijskom tržištu. Otvoreni fond kontinuirano kupuju i prodaju svoje akcije saglasno tražnji i ponudi na tržištu, pošto obim fonda nije fiksiran. Otvoreni investicioni fondovi nisu registrovani na berzi, s obzirom da nema potrebe da se transakcije individualnih investitora obavljaju na berzi ili na otvorenom<sup>68</sup> ili “OTC” tržištu.

Investicioni fondovi, kao finansijske institucije kolateralnog investiranja, prikupljaju i ulažu novčana sredstva u različite vrste imovine sa ciljem ostvarenja prihoda i smanjenje rizika ulaganja. Otvoreni investicioni fondovi nisu pravna lica, nego su segment društva za upravljanje. Za početak poslovanja fondova je neophodno da fondovi imaju najmanje 200.000 evra. Sredstva se prikupljaju putem izdavanja ili prodaje investicionih jedinica. One se stiču isključivo kupovinom u novcu. Investicione jedinice su vlasničke hartije od vrijednosti, čiji su vlasnici i članovi fonda. Otvoreni investicioni fondovi značajno su prisutni u posljednje dvije decenije na tržištu kapitala. Obaveza otvorenih investicionih fondova jeste, da stalno vrše prodaju akcija zainteresovanim investitorima i da imaju obavezu da prodate akcije otkupe na prvi poziv kupca. Prema Pravilu o investicionim fondovima, koga je 2006. godine donijela Komisija za hartije od vrijednosti, izvršena je kategorizacija otvorenih investicionih fondova na:

- (1) fondove rasta vrijednosti imovine, koji ulažu najmanje 75% svoje imovine u vlasničke hartije od vrijednosti. Ove hartije od vrijednosti se izdaju akcionarskim društvima, kako domaćim tako i stranim u zemlji, a posebno zemljama Evropske unije koje trguju na organizovanom finansijskom tržištu,
- (2) fondove prihoda, koji ulažu najmanje 75% svoje imovine u hipotekarne obveznice i razne dužničke hartije od vrijednosti koje izdaju pravna lica (države, centralne banke, teritorijalne jedinice, države u okruženju, članice EU i OECD-a i svi oni koji trguju na organizovanom finansijskom tržištu),
- (3) balansirane fondove, koji ulažu najmanje 85% svoje imovine u vlasničke i dužničke hartije od vrijednosti u koje mogu ulagati i fondovi rasta vrijednosti imovine i fondovi prihoda,

---

<sup>66</sup> Zatvoreni investicioni fondovi (“closed-end funds”) nastali su u 19. vijeku. Prvi investicioni fond zatvorene strukture osnovao je holandski kralj Villiam 1822. godine, a zatim sljede slični fondovi u Engleskoj i Škotskoj.

<sup>67</sup> Otvoreni investicioni fondovi (“open-end funds”) nastali su u SAD. Prvi otvoreni investicioni fond Massachusetts Investors Trust, formiran 1924. godine sa portfoliom od 45 akcija i aktivom od 50.000 dolara.

<sup>68</sup> Otvoreno tržište (“over the counter ili skraćeno OTC”) podrazumijeva slobodnu prodaju hartije od vrijednosti širom tržišta.



(4) fondove očuvanja vrijednosti imovine, koji najmanje 75% svoje imovine ulažu u kratkoročne dužničke hartije od vrijednosti: države, centralne banke, banke u zemlji i inostranstvu, te pravna lica koja emituju hartije od vrijednosti, a kojima se trguje na organizovanom finansijskom tržištu.

Osnovni razlozi ulaganja u otvorene investicione fondove jesu njihova velika fleksibilnost, što ima za direktnu posljedicu veću likvidnost njihovih aktiva. Da bi se izbjegli likvidnosni rizici, otvoreni investicioni fondovi investiraju u hartije od vrijednosti sa kojima se stalno trguje na sekundarnom finansijskom tržištu. Zato otvoreni investicioni fondovi, u principu, imaju vrlo male probleme sa likvidnošću. Ukoliko su povećani zahtjevi ulagača za povećanjem isplate novca, tada ti fondovi mogu da prodaju onoliko hartija od vrijednosti koliko je potrebno.

Zbog svih navedenih karakteristika, postoji mogućnost redukcije rizika, koja proizlazi iz činjenice da ukupan efekat poslovanja fonda predstavlja zbirni efekat pojedinih finansijskih instrumenata iz portfolia fonda. Osnovni elementi za osnivanje i preferiranje ulaganja u fond su: (a) ekonomski interes, tj. ostvarenje dobiti u obliku dividende i kamate po osnovu udjela u fondu, kao i kapitalne dobiti, (b) smanjenje rizika investiranja diverzifikacijom plasmana, stalnim povećanjem, analizom i revizijom portfolia, (c) dostupnost sitnim investitorima, (d) niže provizije u odnosu na one koje obračunavaju brokeri i banke, (e) profesionalno upravljanje portfoliom, (f) finansijski konsalting, kao i čitav spektar finansijskih usluga koje fondovi nude svojim članovima.

Diverzifikacijom portfolia se znatno smanjuje nesistematski rizik držanja raznih hartija od vrijednosti. Ovo smanjenje portfolio rizika putem diverzifikacije se postiže tako, što investitor kupuje jednu ili više akcija investicionog fonda i time postaje proporcionalni vlasnik ukupnog fonda. To mu omogućava da u masi hartija od vrijednosti fonda izvrši diverzifikaciju rizika. Kupovinom akcija investicionog fonda se kupuje i "know how" (tj. znati kako) profesionalnih portfolio menadžera. Oni su odgovorni za selekciju hartija od vrijednosti u fondu, kao i za dalju kupovinu i prodaju hartija od vrijednosti na tržištu kapitala.

Za otvorene investicione fondove je karakteristično da kupuju i prodaju sve akcije u zavisnosti od kretanja ponude i tražnje na tržištu kapitala. Za njih je karakteristično, da imaju duži rok plaćanja, jer isti ne mora da bude promptan (može i za 7 dana). Akcije

otvorenih investicionih fondova se nikad ne mogu kupiti po manjoj cijeni od cijene neto vrijednosti aktive fonda (“net asset value“ ili skraćeno “NAV“).

Otvoreni investicioni fondovi se često nazivaju i državnim fondovima. Oni se organizuju u zemljama, gdje je finansijsko tržište nedovoljno razvijeno. Privlačnost ulaganja u fondove temelji se na činjenici, da se svako ulaganje u ovaj fond smatra veoma sigurnim i da je rizik sveden na minimum. Ovi investicioni fondovi su veoma značajni za stabilnost i razvoj ukupnih investicionih fondova.

Na finansijskom tržištu se pojavljuju i fondovi koji pripadaju bogatim pojedincima, finansijskim institucijama i raznim drugim fondovima. Ulaganje u ove fondove se smatra špekulativnim načinom ulaganja, uz korišćenje sofisticirane hedžing metode i arbitražne tehnike na tržištu korporacijskih akcija. U početku se ulaganja organizuju kao privatno partnerstvo, da bi kasnije kupovali i nesigurne valute koristeći se makroekonomskim analizama određene zemlje. Ako ekonomska politika dotične zemlje ne izgleda konzistentna i stabilnost deviznog kursa se dovodi u pitanje, fondovi očekuju devalvaciju, tada oni na prodaji valuta na kratko zasnivaju svoje buduće transakcije.

Organizovanje fonda vrše fond menadžeri i biraju poslovanje pod postojećim uslovima ili “of šor“ poslovanje (npr. Džordž Soros). Neki fondovi se organizuju u obliku partnerstva i nude svoje akcije privatno bogatim pojedincima.

Zatvoreni investicioni fondovi “closed–end funds“ po američkoj terminologiji, “investment trusts“ po britanskoj terminologiji emituju fiksni iznos svojih akcija, koje inicijalno prodaju na primarnom finansijskom tržištu akcija. Inicijalna prodaja akcija na primarnom tržištu akcija vrši se putem javne ponude (“public stock offerings“). Zatvoreni investicioni fondovi ne otkupljuju sopstvene akcije od njihovih imaoaca (“holdera“). Kupci mogu da kupe akcije zatvorenog investicionog fonda putem ulaganja sredstava u fond i putem kupovine akcija na inicijalnoj visini kod investicione banke. Kada članovi zatvorenog investicionog fonda žele da povuku uložena novčana sredstva, mogu to učiniti samo direktnom prodajom akcija na berzi zainteresovanim investitorima.

Pravilnikom o investicionim fondovima izvršena je kategorizacija zatvorenih investicionih fondova i to na: (1) zatvorene investicione fondove, koji više od 50% vrijednosti svoje imovine ulažu u hartije od vrijednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu u zemlji i berzanskom tržištu u inostranstvu, (2) zatvorene investicione fondove koji više od 50%

vrijednosti svoje imovine ulažu u akcije akcionarskih društava u zemlji. Njima se trguje na organizovanom tržištu, kao i udjelima ortačkih i društava sa ograničenom odgovornošću, (3) zatvorene investicione fondove za ulaganja u nepokretnosti koji 60% svoje imovine ulažu u nepokretnosti.

Svi zatvoreni investicioni fondovi nemaju garancije da će prodajna cijena akcija odgovarati neto vrijednosti aktive fonda ("NAV"). Cijena akcija zatvorenog investicionog fonda se formira na osnovu ponude i tražnje. Ako je cijena akcija zatvorenog investicionog fonda iznad vrijednosti "NAV"-a, tada se njihove akcije prodaju uz diskont. Kod zatvorenih investicionih fondova vrijednost "NAV"-a, se smatra likvidacionom vrijednošću jedne akcije fonda. U slučaju likvidacije fonda, akcionari bi dobili vrijednost jedne akcije.

Zatvoreni investicioni fondovi predstavljaju i fondove nekretnina. Ovaj tip zatvorenih investicionih fondova ulaže "slobodna" novčana sredstva direktno u nekretnine, građevinske i hipotekarne kredite. Kod ovih investicionih fondova se ulaže:<sup>69</sup> (1) u realnu nekretninu (stiču se prihodi direktno ili indirektno preko rente), (2) u hipotekarne založnice i hipotekarne kredite, (3) u obliku kombinacije prethodna dva oblika investicionih ulaganja.

Akcije zatvorenih investicionih fondova obezbjeđuju se registracijom ovih kompanija na berzi. Time se omogućava da "holderi" akcija zatvorenih investicionih fondova, preko brokera, vrše prodaju akcija na berzama ili vanberzanskim ("OTC") tržištima. Na isti način, individualni investitori mogu preko brokera, kupiti postojeće akcije zatvorenih investicionih fondova. U krajnjoj liniji, kupoprodajne transakcije se vrše između starih i novih "holdera" unutar sektora individualnih investitora. Pri tome, brokerske kuće obavljaju posredničke i tehničke usluge, dok su berza i "OTC" tržišno mjesto gdje se obavljaju transakcije.

---

<sup>69</sup> Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Finansijska tržišta i berze, Ekonomski fakultet, Subotica, 2009. god., str. 124.

### 2.3. Poslovni ciljevi investicionih fondova

Investicioni ciljevi fondova stalno se mijenjaju i mogu se podijeliti u nekoliko grupa:<sup>70</sup>

- (1) investicioni fondovi agresivnog rasta čiji je cilj kapitalna apresijacija tj. rast vrijednosti akcija iz njihovih portfolia. Ovi fondovi su spremni da podnesu veoma veliki rizik i uz korekciju za razlike, imaju dugoročno veoma dobre performanse,
- (2) investicioni fondovi malih kompanija su slični prethodnim sa razlikom da su ograničeni na ulaganja u male kompanije čija je ukupna vrijednosti akcija manja od jedne milijarde,
- (3) investicioni fondovi rasta koji ulažu u srednja preduzeća kod kojih je prisutan rast,
- (4) investicioni fondovi rasta i prihoda koji podjednako stavljaju naglasak na kapitalnu apresijaciju i na isplatu realizovane kapitalne dobiti, dividende i kamate,
- (5) investicioni fondovi visokog prihoda koji daju prednost prihodima tj. isplatama,
- (6) izbalansirani investicioni fondovi koji su vrlo oprezni i istovremeno uravnoteženi u svojim investicionim odlukama. Ovi fondovi do 65% svoje aktive ulažu u akcije, a ostala ulaganja se odnose na obveznice i novac,
- (7) investicioni fondovi metala koji uglavnom ulažu u zlato,
- (8) indeksni investicioni fondovi koji ulažu u akcije koje su sastavni dio jednog od berzanskih indeksa. Kod njih je potpuno odsutan portfolio menadžment, a performanse im se slažu sa privrednim ciklusima. Provizije su im veoma niske, jer je pasivno investiranje veoma jeftino. Indeksni fondovi se prodaju direktno i nisu opterećeni velikim provizijama,
- (9) etički ili socijalno odgovorni investicioni fondovi ne investiraju u korporacije za proizvodnju oružja, alkohola, duvana, nečistih industrija i sl.,
- (10) specijalizovani investicioni fondovi investiraju u pojedine privredne grane. Ti specijalizovani ili sektorski fondovi su po pravilu manjeg obima, visokih troškova i sa kraćim vijekom rukovođenja od strane portfolio menadžera,
- (11) investicioni fondovi obveznica kompanija koji pretežno ulažu novac u preduzeća. Zavisno od investicionih ciljeva ovi fondovi mogu biti relativno homogena grupa. Postoje fondovi koji za svoj portfolio kupuju obveznice sa visokim prinosima. Fondovi treba investitorima da obezbjede obveznice koje će obezbjediti veće prinose od državnih obveznica uz manji rizik od bankrotstva u odnosu na obične akcije. Takođe, fondovi mogu kupovati samo obveznice najboljeg kvaliteta, čiji su emitenti preduzeća visokog boniteta,

---

<sup>70</sup> Šoškić dr Dejan, Živković dr Boško: Finansijska tržišta i institucije, Ekonomski fakultet, Beograd, 2005, str. 466.

- (12) investicioni fondovi državnih obveznica koji investiraju u državne obveznice i državno garantovane hipotekarne založnice sa fiksnom i varijabilnom kamatnom stopom. Za njih je karakteristično da privlače investitore koji nisu skloni riziku,
- (13) investicioni fondovi municipalnih obveznica koji investiraju uglavnom u obveznice federalnih jedinica i lokalnih državnih organa,
- (14) investicioni fondovi konvertibilnih obveznica koji se mogu prevesti u akcije pod određenim uslovima,
- (15) međunarodni investicioni fondovi obveznica koji iste investiraju u obveznice na svjetskim finansijskim tržištima.

#### **2.4. Sticanje prihoda investicionih fondova**

Investicioni fondovi obično stižu dobit za svoje investitore na tri načina i to kroz: (1) dividendu iz neto investicionog dohotka (“net investment income”), (2) distribuciju iz neto realizovane dobiti (“net realized gain”), i (3) ukupan prinos fonda (“total return”).

Dividendu iz neto investicionog dohotka (“net investment income”).

Prinos (“yield”) predstavlja prihod po akciji plaćen akcionarima na osnovu dividendi i kamata, tj. po prvom osnovu prihoda fonda. Ako se ta vrijednost umanjuje za troškove, dobija se neto investicioni dohodak. Iz neto investicionog dohotka izdvajaju se dividende fonda. Dividenda se izražava kao procenat od nabavne cijene akcije fonda (“offer price” ili “buy price”). Zakon u SAD-u nalaže da fond distribuirati ili isplaćuje najmanje 98% vrijednosti neto investicionog dohotka.

Distribucija iz neto realizovane dobiti (“net realized gain”). Pokazuje da isplate (distributions) pored dividende i kamate (“yield”), obuhvataju i realizovanu kapitalnu dobit. Na ovaj način se obuhvataju sve isplate akcionarima po prvom i drugom osnovu prihoda. Realizovana dobit se odnosi na pozicije akcija i obveznica kojima je zatvorena pozicija profita ili gubitka. Nerealizovana dobit se odnosi na pozicije koje se još drže. Najmanje 98% realizovane dobiti treba da bude distribuirano akcionarima.

Ukupan prinos (“total return”), pored isplata obuhvata i nerealizovane kapitalne dobitke koji se održavaju u rastu vrijednosti NAV-a. Primjeri iz prakse pokazuju, da ukupan prinos

obuhvata ukupan prihod od dividende, kamate, dobiti realizovanu prodajom hartija od vrijednosti i rasta vrijednosti akcija, tj. rasta vrijednosti NAV-a.<sup>71</sup>

Cilj svakog menadžmenta investicione kompanije jeste da uvećava aktivu kompanije, kako bi uvećao proviziju, a time i prinos, te uspješno upravljao portfoliom kompanije. Stopa rashoda (“Expense ratio”) je veoma važan pokazatelj za sagledavanje efikasnosti fonda i troškove njegove efikasnosti. Racio je pozitivniji ukoliko isti ima manju vrijednost. Ovaj racio često fluktuiraju i najbolje je isti izračunati za prethodni period od 3 do 5 godina. U zavisnosti od portfolia, racio varira od 0,5% do 5%. Mali fondovi i fondovi agresivnog rasta, koji nose sa sobom visoke rizike i troškove kamata, imaju najviše vrijednosti racia.

Posmatrajući u cjelini, svaka stopa rashoda ispod 1% se smatra niskom. Male fondove karakterišu više stope rashoda, nego što je sa slučajem kod fondova većeg obima, koji koriste prednosti ekonomije obima. Oni imaju manje troškove koji se odnose na provizije menadžera i druge troškove raspoređene na veću aktivu. Fondovi koji svoja sredstva plasiraju na međunarodnom finansijskom tržištu obično imaju višu stopu rashoda nego oni kod kojih u portfoliu prevladavaju domaće akcije. Isto tako, fondovi u čijem portfoliu dominiraju akcije imaju višu stopu prinosa nego one sa fiksnim kamatama. Da bi se mogao objektivno sagledati trend rashoda investicione kompanije, potrebno je izvršiti poređenje sa drugim kompanijama, kao i poređenje rashoda iz prethodnog perioda sa tekućim rashodima kompanije.

### **3. INVESTICIONE KOMPANIJE NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

#### **3.1. Poslovni profil finansijskih investicionih kompanija**

U finansijskoj literaturi se često za investicione fondove koriste i termini finansijske kompanije. Korišćenje navedenog termina, kao sinonima investicionih fondova i investicionih kompanija, i jeste i nije sasvim ispravno. Smatra se, da treba praviti razliku između termina “investicioni fond” i termina “investiciona kompanija”. Investiciona kompanija jeste investicioni fond, dok upravljačka (“management”) kompanija, odnosno finansijska kompanija, nije jedan investicioni fond, već investiciona kompanija, koja u svom sastavu može imati jedan ili više različitih investicionih fondova.

---

<sup>71</sup>NAV je neto vrijednost aktive Fonda.

U zemljama sa dugom tradicijom poslovanja investicionih fondova dosadašnja praksa je pokazala, da su menadžment finansijske kompanije najčešće “komponovane” od više investicionih fondova, koji imaju različite ciljeve, različit menadžment, različite investicione strategije i različitu portfolio strukturu. Menadžment investicione kompanije nude investitorima veliki broj različitih investicionih fondova sa različitim investicionim ciljevima, zadovoljavajući time veliki broj potreba potencijalnih investitora. Na taj način je moguće privući veliki broj investitora iz najširih slojeva stanovništva, kao i velike sume novca.

Investicione kompanije su danas u svijetu najznačajnije finansijske institucije. Njihovo poslovanje predstavlja područje posebne zakonske regulative. Investicione kompanije su posebno razvijene u SAD-a, gdje je prvi zakon o investicionim kompanijama donijet još davne 1940. godine. U periodu od 1980.–1990. godine, broj investicionih kompanija povećao se za 12 puta. Investicione kompanije u svom sastavu imaju jedan ili nekoliko investicionih fondova i imaju veću aktivu od bruto proizvoda nekih manjih država.

Razlika između tri osnovna tipa investicionih kompanija definisana je Zakonom u SAD-e na sljedeći način<sup>72</sup>: (1) kompanije koje izdaju certifikate sa nominalnom vrijednošću koja je veća od iznosa koji investitori uplaćuju u sadašnjosti (radi se o kompanijama koje prodaju svoje hartije od vrijednosti uz diskont, radi ostvarenja dobiti investitoru), (2) investicioni trustovi sa udjelima (emituju udjele) i jednom kreiran portfolio se ne mijenja, imaju fiksni rok dospelja i nakon isplate svih obaveza obično prestaju sa radom, (3) upravljačke investicione kompanije koje mogu biti otvorenog i zatvorenog tipa.

Investicione kompanije na tržištu novca se nazivaju likvidnim investicionim fondovima. Likvidni investicioni fondovi su više otvorenog nego zatvorenog tipa. Definisane dividende je slično određivanju visine kamate kod banke. Investicione kompanije na tržištu novca ulažu u kratkoročne hartije od vrijednosti, sa rokom dospelja od 90 do 120 dana, a radi ostvarivanja visokih stopa prihoda po osnovu investiranja. Prinosi ovih investicionih fondova se objavljuju jednom sedmično u dnevnoj štampi. Novčana sredstva ovih investicionih fondova se investiraju u veliki broj različitih kratkoročnih hartija od vrijednosti. Na tržištu kapitala investicione kompanije investiraju u akcije (obične i preferencijalne), obveznice (konvertibilne, državne i municipalne) i hipotekarne založnice.

---

<sup>72</sup> Investment Company Act of 1940. in USA.

U posljednje vrijeme investicioni fondovi vrše investiranje u finansijske derivate (opcije, fjučerse, svopove i varante).

Ciljevi investicionih kompanija zavise od ciljeva investicionih fondova. Ovi ciljevi se obavezno naglašavaju u prospektu fonda. Kod investicionih fondova koji posluju na dugoročnom finansijskom tržištu, investiranje se vrši pretežno u akcije (fondovi akcija) ili pretežno u obveznice (fondovi obveznica). Ciljevi investiranja mogu se odnositi na pojedina preduzeća, privredne grane, kompanije koje imaju brz rast i razvoj, i koje donose kapitalne dobitke. Neke investicione kompanije podržavaju pojedine zemlje, regione ili pak podržavaju pojedine berzanske indekse.

### **3.2. Uloga investicionih kompanija na finansijskom tržištu**

Na finansijskim tržištima značajnu ulogu imaju navedene investicione kompanije koje obavljaju posredničku ulogu. One prodaju svoje akcije ili udio i dolaze do kapitala i sredstava, koja dalje koriste za investiranja na finansijskom tržištu. Jedna investiciona kompanija u svom portfoliu ima različite akcije i ona je nosilac većeg broja investicionih fondova različite dobiti i različite strategije. Zato se investicione kompanije nazivaju "supermarketom" investicionih fondova.

Investicione kompanije su prisutne kod odobravanja kredita pojedincima ili preduzećima. Za razliku od banaka, investicione kompanije ne primaju depozite, već obezbjeđuju finansiranje od strane banaka, finansijskih institucija ili drugih izvora na tržištu novca. Investicione kompanije mogu se svrstati u tri kategorije: (1) finansijske kompanije potrošnje, poznate i kao mali krediti ili kompanije direktnih kredita koje pozajmljuju novac pojedincima u skladu sa zakonom o malim kreditima za pojedince (koje je karakteristično u SAD), (2) finansijske kompanije prodaje, koje na malo i veliko kupuju hartije od vrijednosti za automobile i druga kapitalna dobra i robu od dilera, (3) komercijalne finansijske kompanije, zvane kompanije komercijalnih kredita, koje odobravaju kredite proizvođačima i prodaju na veliko. One ove kredite osiguravaju sa budućim prilivom novca, zalihama i opremom.

Finansijske kompanije uživaju visoke kreditne rejtinge i sposobne su da pozajmljuju sredstva po najnižim tržišnim kamatnim stopama, što im omogućava da odobravaju kredite po stopama ne mnogo većim od banaka. Iako njihovi korisnici nisu kvalifikovani za bankarske kredite, ove kompanije imaju iskustveno nisku stopu rizika izvršavanja obaveza

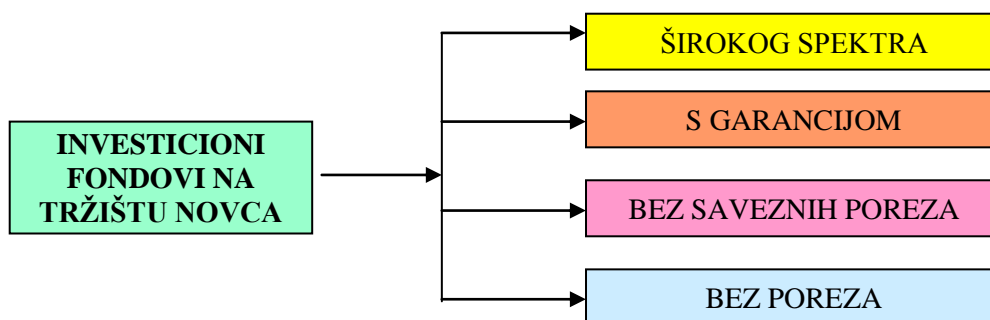


(“default”). Finansijske kompanije teže da budu osjetljive na visinu kamatne stope. Karakteristično je da rast i smanjenje kamatnih stopa na tržištu direktno utiče na njihovu dobit. Iz tog razloga, finansijske kompanije su ponekad upućene da drže akcije javnog sektora (“money stocks”).<sup>73</sup>

Podjela investicionih kompanija se može izvršiti i na one koje ulažu na tržištu novca i na one koje ulažu na tržištu kapitala. Investicione kompanije raspolažu sa akcijama više fondova, imaju svoj portfolio i vlastiti menadžment. Investicione kompanije na tržištu novca uglavnom investiraju u: (1) kratkoročne državne obveznice, (2) ugovore o repupovini sredstava, (3) bankarske depozitne certifikate, (4) bankarske akcepte, (5) komercijalne papire.

Zato se investicione kompanije na tržištu novca zovu i likvidni investicioni fondovi (“liquid asset funds”). Oni su formalno otvoreni investicioni fondovi, ali im dividenda više liči na kamate i veoma su slični berzanskim računima. Njihov cilj je da zarade visoke stope prinosa od investiranja u likvidne, niskorizične i kratkoročne finansijske instrumente tržišta novca. U posljednje dvije decenije ovi investicioni fondovi su na tržištu novca postali “tihi džinovi”, jer je njihova aktiva 2005. godine iznosila oko 2.000 milijardi. Oni ulažu u kratkoročne hartije od vrijednosti, sa rokom dospelja sada samo do 90 dana. Odlikuju se sa velikom sigurnošću i kamatnom stopom većom od štednih računa, tako da su konkurentni bankama. Prinosi ovih fondova se objavljuju jednom nedjeljno.

Ulaganja investicionih kompanija na tržištu novca imaju široku lepezu sa velikom sigurnošću i bez velikog su rizika:



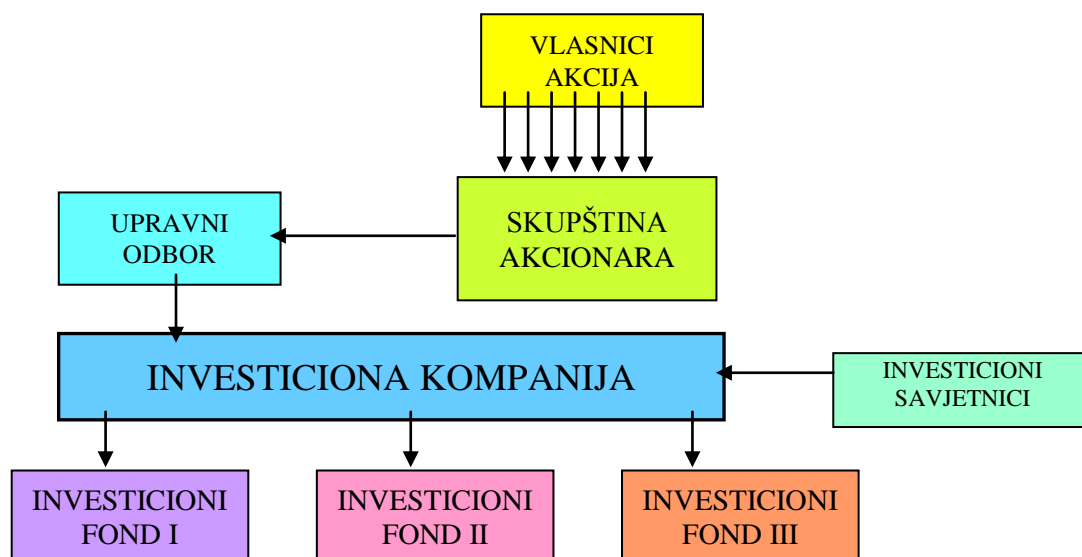
Slika br. 1: Struktura portfolia investicionih fondova na tržištu

<sup>73</sup> John Downes and Jordan Elliot Goodman: Dictionary of Finance and Investment Terms, third edition, Barron's, New York, 1991, str 144-145.

Na osnovu prezentovane strukture portfolia može se vidjeti da su na prvom mjestu ulaganja u kratkoročne hartije od vrijednosti, zatim ulaganja sa garancijama pretežno države, pa zatim ulaganja bez državnih i lokalnih poreza. Investicione kompanije na tržištu kapitala investiraju uglavnom u akcije (obične i preferencijalne), obveznice (konvertibilne, državne, municipalne) i hipotekarne založnice. U novije vrijeme investicioni fondovi ulažu sredstva i u finansijske derivate (opcije, fjučerse, forvarde, svopove i varante).

### 3.3. Organizaciona struktura finansijskih kompanija

Da bi obavile značajne funkcije koje su im povjerene, investicione kompanije treba da imaju odgovarajuću organizacionu strukturu:



Slika br. 2: Organizaciona šema investicione kompanije<sup>74</sup>

Prezentirana slika pokazuje, da investicione kompanije imaju sljedeću organizacionu strukturu:

- (1) skupštinu koju čine vlasnici i koja je najviši organ kompanije i ona postavlja članove upravnog odbora,
  - (2) upravni odbor koji štiti interes vlasnika i direktno je odgovoran za rezultate fonda,
  - (3) investicione i finansijske savjetnike koji se nalaze u okviru upravljačke kompanije.
- Svaka kompanija, za razliku od fonda, upravlja i kontroliše aktivu više fondova. U tom slučaju investiciona kompanija je zadužena da upravlja portfoliom svakog od pojedinačnih fondova. Upravljanje obuhvata i širok krug raznih usluga, kao što su:

<sup>74</sup> Erić dr Dejan: Finansijska tržišta i instrumenti, Čigoja, Beograd, 2003, str. 225.

administrativne usluge za svaki fond, usluge portfolio menadžmenta, usluge investicionog savjetnika, izvršavanje naloga i sl.

- (4) distributivnu i prodajnu mrežu zahtjeva u vezi maloprodajne infrastrukture. Mogu organizovati sporazume sa investicionim bankama o obavljanju kastodi usluga vezanih za čuvanje aktive fonda, transfernog agenta (transfer vlasništva, izdavanje potvrde, vađenje dosijea akcionara, isplatu dividende, nove emisije i sl.).
- (5) vrlo važan organizacioni element svake investicione kompanije su kadrovi (stručnjaci) iz reda analitičara i savjetnika. Oni čine operativni menadžment fonda. Ovakav menadžment je odgovoran za sva praćenja, analize, predviđanja tržišnih kretanja, donošenje investicionih odluka, kreiranje i održavanje portfolia, mjerenje rizika i prinosa fonda. Menadžment je odgovoran za uspjeh poslovanja cijelog fonda.

Investicioni fond u SAD-u je organizovan kao posebna kompanija tj. kao „slobodno“ zajedničko udruženje. Investitori tj. akcionari ili depozitori su ujedno i vlasnici investicionog fonda, tj. kompanije i oni su ti koji snose investicioni rizik. Investicioni fondovi po pravilu nemaju sopstvene zaposlene radnike. U praksi je prisutno da menadžment kompanija (po pravilu), daje inicijativu za uspostavljanje investicionog fonda i upravlja većim brojem investicionih fondova. Ona je specijalizovana institucija za upravljanje portfoliom i najčešće je podružnica neke investicione banke, poslovne banke, brokersko – dilerske kuće ili osiguravajućeg fonda.<sup>75</sup> Odnosi unutar poslovanja investicionih fondova mogu se u osnovi podijeliti na transakcije sa hartijama od vrijednosti koje izvode investicioni fondovi i transakcije vezane za kupoprodaju akcija samih fondova.

Kada se donosi odluka o neophodnosti transakcije, tada portfolio menadžer fonda daje nalog svom brokeru da isti realizuje na berzi ili u vanberzanskom prometu. Brokeri od kupoprodajnih strana izvještavaju klirinšku kuću o obavljenoj transakciji. Klirinška kuća upoređuje dobijene podatke, inicira potrebne korekcije i garantuje poravnanje transakcija. Klirinška kuća određuje i neto situaciju na računima brokerskih kuća i eventualne potrebne novčane transfere radi njihovog poravnanja. Klirinška kuća prosljeđuje informacije o promjeni vlasništva nad hartijama od vrijednosti i zadužena je za čuvanje sertifikata hartija od vrijednosti – DTC. Ona povjereniku fonda izdaje potvrdu o promjeni vlasništva. Istovremeno, klirinška kuća povjereniku fonda ispostavlja i gotovinski saldo obavljene transakcije o kojem povjerenik izvještava portfolio menadžment fonda.

---

<sup>75</sup> U Engleskoj većinu investicionih fondova osnivaju osiguravajuće kompanije, a u Evropi banke.

Investitor neposredno stupa u kontakt sa posrednikom transfera izabranog fonda i inicira kupovinu ili prodaju akcija fonda. Posrednik transfera knjiži promjene vlasništva nad akcijama fonda u svojoj dokumentaciji i prima uplate ili daje isplate po osnovu akcija fonda. Za investitora fonda je karakteristično, da može transakciju sa akcijama fonda obaviti i posredno uz konsultacije. U tom slučaju broker ispostavlja nalog posebnoj instituciji koja je dio nacionalne kliring korporacije hartija od vrijednosti koja ima funkciju klirinške kuće za akcije investicionih kompanija. Dalje se podaci o investitoru prosljeđuju posredniku transfera koji ih registruje u svojoj dokumentaciji, prima uplate ili vrši isplate po osnovu akcija fonda.

### 3.4. Učešće investicionih kompanije na finansijskom tržištu

Iskustva u praksi SAD su pokazala, da na finansijskom tržištu egzistiraju i djeluju male i velike finansijske investicione kompanije. Male finansijske kompanije se bave finansijskim poslovima na tržištu novca preko sopstvenog investicionog fonda, pri čemu drže i po jedan specijalizovani fond za ulaganja u akcije i obveznice. Velike finansijske kompanije su finansijski investicioni konglomerati, koji obuhvataju poslovanje većeg broja različitih investicionih fondova.

<b>Rang 2005.</b>	<b>Ime kompanije za upravljanje aktivom</b>	<b>Ime roditeljske kompanije</b>	<b>Ukupna AuM -u mlrd.\$-</b>
01.	Barclays Global Investors	Barclays PLC	1.400,5
02.	State Street Global Advisors	State Street Co.	1.367,3
03.	Fidelity Investments	Fidelity Investment	1.299,4
04.	The Vanguard Group	The Vanguard Group	852,0
05.	JPMorgan Asset Management	JPMorgan Chase&Co	782,6
06.	Capital Research & Mgm.Co.	Capital Group Co.	756,8
07.	Deutsche Asset Management	Deutsche Bank AG	723,4
08.	Northern Trust Global Invest.	Northern Trust Corp.	589,8
09.	UBS Global Asset Managemt	UBS AG	536,0
10.	Alliance Capital Management	All.Cap.Mgmt.Holdg	516,0

Pregled br. 1: Deset najvećih finansijskih kompanija na svijetu<sup>76</sup>

<sup>76</sup> [www.riskcenter.com](http://www.riskcenter.com)

U SAD je poslovao veliki broj finansijskih kompanija, među kojima je bilo pet najvećih i to: Fidelity Investments, Merrill Lynch, Vanguard Group, Franklin Resources i Dreyfus, a one su kontrolisale više od 32% ukupne aktive svih investicionih fondova u SAD-e.

## **4. PENZIONI FONDOVI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

### **4.1. Penzioni fondovi kao institucionalni investitori**

Penzioni fondovi spadaju u nedepozitne finansijske institucije. To su najbrže rastući intermedijari u posljednjih pedeset godina u SAD-e. Posluju kao privatni i javni penzioni fondovi. U savremenim tržišnim privredama država podstiče rad ovih fondova. S obzirom da zahtjevi za njihovu likvidnost nisu operativno izraženi, oni mogu najveći dio svojih sredstava da investiraju. Veliki iznosi sredstava koji redovno priteče u penzione fondove, čine ove institucije značajnim faktorom na tržištu kapitala.

Imajući u vidu osnovne karakteristike sredstava ovih institucija (stalnost, ročnost i kvalitet) ovi fondovi u nekim zemljama drže ogromne plasmane svojih sredstava u državnim hartijama od vrijednosti na veoma duge rokove (čak i do 50 godina). Osiguravajuće kompanije raspolažu ogromnim dugoročnim sredstvima. Dije se na kompanije za osiguranje života i na kompanije za osiguranje imovine i nesrećnih slučajeva. Imaju sličnosti i razlika, što se ispoljava i u njihovoj poslovnoj aktivnosti i rezultatima koje ostvaruju.

Tradicionalna uloga kompanija za osiguranje života jeste da zaštiti osiguranike od rizika finansijskih teškoća povezanih sa preuranjenom smrću, predugim životom, odnosno kada ostanu bez sredstava za održavanje života i zbog nesposobnosti, odnosno nemogućnosti i nisu u stanju da pomognu sami sebi i porodici usljed bolesti ili nesreće. Kompanije za osiguranje života primaju sredstva iz dva primarna izvora: premija, koje plaćaju osiguranici imajući polisa osiguranja i zarade od investiranja.

Ove kompanije nastoje da podese dospjeća njihovih investicija prema dospjećima njihovih dugoročnih obaveza za rambursiranje osiguranika. Kao konsekvencu kupuju i drže dugoročne hartije od vrijednosti. Ranije nisu trebali mnogo da brinu oko likvidnosti i marketabilnosti investicija i posvećivali su malo pažnje na to, da li se sa hartijama od vrijednosti trgovalo na aktivnom sekundarnom tržištu. Kasnije se, oko 80-tih godina prošlog vijeka, ova portfolio strategija dramatično izmjenila. Kompanije su se više koncentrisale na aktivnu menadžment strategiju i više pažnje posvećivale likvidnosti i

marketabilnosti. Kao produkt ove investicione strategije, kompanije su prihvatile realne ekspertize u primjeni investicionog menadžmenta. Ove ekspertize bile su za uzvrat prodane udruženim fondovima i tako su kompanije ostvarile prihod od naknade kao novi treći izvor prihoda.

Penzioni fondovi su institucionalni investitori koje čine sredstva akumulirana tokom radnog vijeka pojedine osobe, te se isplaćuje u periodu kada ta osoba više ne radi. Time se obezbjeđuje sigurnost i stabilnost prihoda poslije okončanja radnog vijeka. Penzioni fondovi su najbrži rastući segment finansijskog posrednika, koji se razlikuje od klasičnih posrednika. Razlika je u tome što su penzioni fondovi oblik indirektnog posredovanja finansijskih instrumenata od strane krajnjih investitora (oni sami ne emituju sekundarne finansijske instrumente). Deset najvećih penziono-investicionih fonova u svijetu prezentovan je u pregledu br. 1.<sup>77</sup>

<b>Rang</b>	<b>Penziono investicioni fond</b>	<b>Zemlja</b>	<b>Ukupna aktiva - u mlrd.\$ -</b>
01.	Government Pension Investment	Japan	935.569
02.	Government Pension	Norveška	285.625
03.	ABP	Holandija	273.904
04.	California Public Employees	SAD	218.214
05.	National Pension	Koreja	203.232
06.	Federal Retirement Thrift	SAD	188.086
07.	GEPF	Južna Afrika	177.559
08.	California State Teachers	SAD	149.008
09.	New York State Common	SAD	144.289
10.	Local Government Officials	Japan	136.845

Pregled br. 1: Deset najvećih penziono investicionih fondova u svijetu

Da bi se obezbjedila sigurnost prihoda za penzije, koje je otežano (usljed stalnog dejstva inflacije, promjene starosne strukture zaposlenih, odnosa radno aktivnog stanovništva i penzionera, promjena u dužini života i kolebanja na finansijskim tržištima) neophodno je osnovati penzione fondove. Došlo se do zaključka da djeca nisu u mogućnosti da vode brigu o roditeljima u starosti, naročito u urbanim sredinama.

<sup>77</sup> [www.watsonwyatt.com](http://www.watsonwyatt.com)

Vrste, odnosno sistemi penzionog osiguranja u razvijenim tržišnim ekonomijama, obezbjeđuju stabilne prihode pojedincima nakon isteka radnog vijeka. Pojavljuju se dvije vrste penzionog osiguranja:

- (1) javno penziono osiguranje,
- (2) privatno penziono osiguranje.

Za javno penziono osiguranje je karakteristično, da je oko 40% zaposlenih i 30% populacije u svijetu obuhvaćeno programom ove vrste penzionog osiguranja. To je uslovljeno ekonomskim razvojem i sistemom industrijalizacije pojedinih zemalja, te nivoom zrelosti penzionog sistema i mogućnošću potenciranja zaposlenih u programima penzionog osiguranja.

Javni penzioni fondovi su pod ingerencijom države koja izdvaja dio sredstava za njihovo finansiranje. Osnovni princip u finansiranju penzionih isplata je "plaćanje kako ti ide" (pay as you go – PAYG princip). Iz tekućih prihoda finansiraju se tekući rashodi uz formiranje rezervi kojima se obezbjeđuje isplata u narednih nekoliko mjeseci. Glavni izvori prihoda su doprinosi od zarada zaposlenih i poslodavaca, ili što je najčešće slučaj od jednih i drugih. Mali je broj zemalja gdje su tekući doprinosi dovoljni za isplatu tekućih penzionih prava, pa se zato država pojavljuje kao sufinansijer. Za finansiranje penzionih fondova država izdvaja sredstva iz budžeta ili posebnih poreza na luksuzne proizvode.

#### **4.2. Privatni penzioni fondovi na finansijskom tržištu**

Privatni penzioni fondovi funkcionišu na aktuarskim principima. Sadašnja vrijednost svih očekivanih budućih penzija je manja ili jednaka sadašnjoj vrijednosti svih očekivanih budućih doprinosa fondu i postojećoj tržišnoj vrijednosti aktive fonda. Upotreba adekvatne metode obračuna doprinosa, kao i investiciona politika koja vodi računa o sigurnosti i profitabilnosti ulaganja, daje posebne performanse ovim penzionim fondovima. Kada je ovaj zahtjev zadovoljen, promjena broja zaposlenih i broja penzionera, neće stvarati dodatne obaveze zaposlenima, jer su primanja penzionera pokrivena njihovim ranijim doprinosima. Ovim penzionim fondovima pomaže država preko oslobodanja od poreza, doprinosa zaposlenih i poslodavaca, a posebno neoporezivanjem prihoda ostvarenih na finansijskim tržištima.

Privatne penzione fondove formira privatni sektor, industrijske kompanije, finansijske institucije, neprofitne organizacije, sindikat i uslužne organizacije, ali i pojedinci preko individualnih penzionih računa kod finansijskih organizacija. Da bi fondovi funkcionisali kompanije im obezbjeđuju sredstva, zatim njihovi radnici, a fondom upravljaju menadžeri, banke i osiguravajuće kompanije. Velika preduzeća imaju posebne sektore koji upravljaju prihodima i rashodima penzionih fondova, vrše analizu investiranja i vode portfolio politiku. Manja i srednja preduzeća povjeravaju svoj penzioni kapital bankama, osiguravajućim kompanijama i drugim finansijskim institucijama.

U zavisnosti od investicione strategije privatnih fondova, odnosa profita fonda (u SAD-e), potrebnih doprinosa i rizičnosti pojedinih plasmana, razlikujemo dva osnovna tipa fondova:<sup>78</sup> a) planovi privatnih trustova ("Private Trustee Plans"), b) osigurani privatni penzioni fondovi ("Private Insured Pension Funds"). Kompanija za osiguranje života upravlja ovim fondom, a između nje i sponzora plana postoji dogovor po kome sponzor plaća premiju kompanijama za osiguranje, koje su prihvatile da garantuju buduća plaćanja.

U zavisnosti, ko osniva fondove postoji nekoliko kategorija fondova kao što su: (a) penzioni fondovi jednog, obično velikog preduzeća, koje samo upravlja prikupljenim doprinosima, (b) penzioni fondovi više preduzeća, kojima upravljaju predstavnici zaposlenih i poslodavci pojedinih preduzeća, (c) penzioni fondovi koje sponzorišu osiguravajuće kompanije (većina malih i srednjih preduzeća prepušta upravljanje sredstvima, nekim drugim institucijama).

Ukoliko se penzioni fondovi posmatraju sa stanovišta finansijskih tržišta, tada je veoma važan princip kapitalizacije. U najrazvijenijim zemljama svijeta nije moguće alimentirati prihode rastućeg broja pensionera iz tekućih prihoda. Danas kod većine zemalja u svijetu država obezbjeđuje penzije iz tekućeg dohotka, a komplementarne penzione fondove na bazi kapitalizacije organizuju poslodavci i država za zaposlene u javnom sektoru. Organizatori fondova obezbjeđuju finansiranje uporedo sa doprinosima zaposlenih. Ovi penzioni fondovi, zasnovani na principu kapitalizacije, formiraju se u dva osnovna oblika: (1) fond sa utvrđenim doprinosom, i (2) fond sa utvrđenom isplatom.

Fond sa utvrđenim doprinosom obuhvata doprinose koje periodično uplaćuju organizatori fonda, najčešće poslodavci za svoje zaposlene radnike. Svaki korisnik ima svoj račun na

---

<sup>78</sup> Willion B. Harison: Money Financial Institutions and the Economy, Business Publications Inc. Plano, Texas (USA), 1989, str. 48.



koje poslodavac uplaćuje određeni iznos, a po odlasku u penziju se akumulirana sredstva uplaćuju odjednom ili u periodičnim iznosima. Uplata sredstava u ovaj fond zavisi i od investicione aktivnosti fonda (od uspješnosti upravljanja i visine ostvarenog prihoda). Znači, visina uplata u fond zavisi i od toga kako se upravlja fondom (najčešće banka, osiguravajuće i investicione kompanije). Upravljanje fondom mogu organizovati i sami korisnici sa mogućnošću da prikupljena sredstva investiraju u investicione fondove.

U penzioni fond sa utvrđenim doprinosima uplate vrše i poslodavci iz ostvarene dobiti. Ovaj doprinos se može realizovati i kroz distribuciju akcija kompanije. Distribucija akcija se vrši proporcionalno zaradama radnika. Fond sa utvrđenom naplatom zasnovan je na principu obećanja od strane organizatora fonda da isplati određeni iznos prihoda korisniku po odlasku u penziju. Iznos isplate zavisiće od broja godina staža i visine plata posljednjih godina.

Korisnik u ovome obliku fonda ne snosi investicioni rizik, ali snosi rizik gubitka penzije ukoliko napusti preduzeće ili poslodavac bankrotira ili pak zloupotrijebi fondove. Radi stimulacije zaposlenih, organizator fonda obično predviđa minimalan broj godina koje radnik treba da radi da bi ostvario pravo na penziju. Da bi garantovao isplatu, organizator fonda može kupiti od osiguravajuće kompanije aktuelnu polisu kojom će omogućiti da radnici dobijaju obećani iznos penzije sa većom sigurnošću.

Ovim penzionim fondom (po ovlašćenju) upravljaju trust odjeljenja komercijalnih banaka, osiguravajuće kompanije, investicioni fondovi i specijalizovane investicione kompanije. Organizator fonda utvrđuje osnovne principe upravljanja, dok se operativno upravljanje povjerava upravljačkim institucijama izvan penzionog fonda. Fond sa utvrđenom isplatom je u obavezi da posluje sa utvrđenim investicionim ciljevima, posebnim ugovorima sa zaposlenim i poslodavcima, s tim da je o svojim rezultatima poslovanja obavezan da permanentno informiše svoje povjerioce.

## 5. OSIGURAVAJUĆI FONDOVI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

### 5.1. Osiguranje imovine i života

Osiguravajuće kompanije, zajedno sa penzionim fondovima, svrstavaju se u grupu finansijskih institucija ugovorne štednje.<sup>79</sup> Osiguravajuće kompanije raspolažu ogromnim dugoročnim sredstvima. Dije se na kompanije za osiguranje života i na kompanije za osiguranje imovine i nesrećnih slučajeva. Imaju sličnosti i razlika, što se ispoljava i u njihovoj poslovnoj aktivnosti i rezultatima koje ostvaruju. Zajednička im je karakteristika u stalnom i stabilnom prilivu sredstava, na osnovu čega se formiraju veoma stabilni iznosi sredstava za plasmane u različite oblike investicionih ulaganja.

Uloga kompanija za osiguranje života odnosi se na zaštitu osiguranika od rizika finansijskih teškoća povezanih sa preuranjenom smrću, predugim životom, odnosno kada ostanu bez sredstava za održavanje života i zbog nesposobnosti, odnosno kada zbog nemogućnosti nisu u stanju da pomognu sami sebi i porodici usljed bolesti ili nesreće. Kompanije za osiguranje života primaju sredstva iz dva primarna izvora: (a) premije (koje plaćaju osiguranici imaoći polisa osiguranja), i (b) zarade od investiranja.

Osiguravajuće kompanije nastoje da podese dospjeća svojih investicija prema dospjećima njihovih dugoročnih obaveza radi rambursiranja osiguranika. Ove kompanije kupuju i drže dugoročne hartije od vrijednosti. Ranije nisu trebali mnogo da brinu oko likvidnosti i marketabilnosti investicija i posvećivali su malo pažnje, da li se sa hartijama od vrijednosti trgovalo na aktivnom sekundarnom tržištu.

Početkom 80-tih godina prošlog vijeka ova portfolio strategija se dramatično izmjenila. Osiguravajuće kompanije su se više koncentrisale na aktivnu menadžment strategiju i više pažnje posvećivale likvidnosti i marketabilnosti. Kao produkt ove investicione strategije, kompanije su prihvatile realne ekspertize u primjeni investicionog menadžmenta. Ove ekspertize bile su za uzvrat prodane udruženim fondovima, tako su kompanije ostvarile prihod od naknade kao novi treći izvor prihoda. Kompanije za osiguranje imovine i nesrećnih slučajeva vrše osiguranje imovine i nesrećnih slučajeva, da bi zaštitili imaoce polisa osiguranja od rizika oštećenja imovine ili zdravlja usljed nesrećnih slučajeva, bolesti, vatre i drugih mogućih šteta. Pošto su zahtjevi za naknadu štete prema ovim

---

<sup>79</sup> Vidi detaljnije: Jović dr Srboljub: Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990, str. 77.

kompanijama manje predvidivi nego prema kompanijama za osiguranje života, ove kompanije drže više nivoa likvidnih sredstava.

Glavni izvori likvidnosti ovih kompanija su u blagajničkim papirima i obligacijama federalnih agencija. Premijski prihod, koji nije lociran na rezerve, investira se u dugoročne hartije od vrijednosti, kao što su: obveznice preduzeća, akcije i stambene založnice. Troškovi izazvani zahtjevima za nadoknadu štete (popravke automobila i imovine), dramtično su rasle u poslednjih 30-tak godina. Tako su ove kompanije bile izložene promjeni bazičnog rizika. Rizik povezan sa partikularnim uzrocima gubitaka se promijenio, pošto su sudovi davali osiguranicima veće štete i utvrđivali kompanijama odgovornost i obavezu za mnoštvo rastućih zahtjeva. To je prouzrokovalo gubitke u ovim kompanijama. Čak šta više, povećan je i nivo konkurencije prouzrokovan brojem stranih provajdera, koji su ušli na tržište čije su programe samoosiguranja prihvatili veliki industrijski klijenti.

## **5.2. Poslovanje osiguravajućih organizacija na finansijskom tržištu**

Primarni ciljevi osiguranja odnose se na obezbjeđivanje, pojedincima i organizacijama, većeg stepena sigurnosti u ostvarivanju njihovih budućih planova. Korisnici osiguranja smanjuju marginu rizika od finansijskih gubitaka, koji su obično bili vezani za određene rizične i hazardne finansijske operacije. Stvarni rizik gubitaka ne može se otkloniti osiguranjem, ali se može smanjiti proporcija finansijskog gubitka u slučajevima ispoljavanja rizika. Osnovni uslov za normalno pokrivanje i finansiranje tako nastalih gubitaka jeste dovoljan broj članova i korisnika, koji će formirati zadovoljavajući obim fondova osiguranja.

<b>Rang</b>	<b>Osiguravajuća Kompanija</b>	<b>Zemlja</b>	<b>Tržišna vrijednost u \$</b>
01.	American International Group	SAD	172,24 B
02.	AXA Group	Francuska	66,12 B
03.	Allianz Worldwide	Njemačka	65,55 B
04.	Manulife Financial	Japan	50,52 B
05.	Generali Group	Italija	45,45 B
06.	Prudential Financial	SAD	39,70 B
07.	MetLife	SAD	37,94 B
08.	Aviva	Vel.Britanija	33,10 B
09.	Munich Re Group	Njemačka	30,99
10.	Aegon	Holandija	26,40 B

Pregled br. 1: Deset najvećih osiguravajućih kompanija u svijetu

Osiguravajuće kompanije dolaze do sredstava preko uplate premije osiguranja. Ovako dobijena sredstva osiguravajuće kompanije koriste dalje za povećanje svoje finansijske moći, investiranjem u različite finansijske instrumente. Osiguravajuće kompanije se često javljaju kao veliki investitori na područja kao što su:

- (1) dugoročne hartije od vrijednosti,
- (2) hipotekarne hartije od vrijednosti,
- (3) obične i prioritetne akcije,
- (4) razne nekretnine i sl.

U ovim poslovnim aktivnostima, osiguravajuće kompanije su u obavezi da stalno usklađuju strukturu svojih plasmana sa strukturom svojih izvora. S obzirom da su glavni oblici ulaganja osiguravajućih kompanija dugoročni finansijski instrumenti, i da pasiva sadrži značajan udio elemenata kratkoročnih obaveza, upravo zbog toga su osiguravajuće kompanije osjetljive na rast kamatnih stopa.

Opšta karakteristika finansijskih institucija za ugovornu štednju odnosi se na relativno stabilan i trajan priliv finansijskih sredstava sa finansijskog, odnosno novčanog i tržišta kapitala. Treba naglasiti, da su oscilacije u prilivima znatno manje nego što su za kretanja kod depozitnih i štednih finansijskih institucija, odnosno banaka.

### **5.3. Poslovanje kompanija za osiguranje života**

Kompanije za osiguranje života koriste strategiju garantovanja svojim korisnicima osiguranja niske stope prinosa ili prihoda, pa tome prilagođavaju i svoju strateškijsku politiku ulaganja slobodnih novčanih sredstava. Kompanija posluje sa niskim stopama prinosa, ali uz visok stepen likvidnosti. Poznato je, da se kod ovih kompanija ne postavlja pitanje likvidnosti, pa saglasno sa takvim opredjeljenjem se i vrši plasman fondova kao dugoročne aktive. Tu dugoročnu aktivu obično čine:

- (1) državne obveznice,
- (2) obveznice preduzeća,
- (3) stambeni krediti i sl.

Ovakva ulaganja od strane kompanije za osiguranje, mogu se vršiti čak i u uslovima opšte restrikcije kreditne aktivnosti. Međutim, trajnije prisustvo inflatornih kretanja, pojačana konkurencija ostalih finansijskih institucija i varijabilna kamatna stopa, mogu poremetiti navedena opredjeljenja ovih osiguravajućih kompanija za ulaganja.

### **5.4. Poslovanje kompanija za osiguranje imovine**

Za razliku od kompanija za osiguranje života, kompanije za osiguranje imovine nemaju stabilan i predvidljiv priliv finansijskih sredstava. Tako na primjer, u uslovima rasta inflacije, povećava se priliv finansijskih sredstava, dok se u periodima stabilnosti taj priliv smanjuje. Iz tih razloga, ove kompanije su prinuđene da imaju zahtjeve za većim stepenom likvidnosti, kao i većim prinosom na svoje plasmane.

Strategija ulaganja kompanija za osiguranje imovine je nešto drukčija od strategije ulaganja kompanija za osiguranje života. Strategija ovih kompanija obuhvata dva pravca ulaganja: (1) u likvidnosne plasmane (u državne hartije od vrijednosti), i (2) prinosne hartije od vrijednosti (u akcije preduzeća koje nose veći prinos). Zato najveći broj ovih kompanija pripada akcionarskim institucijama, tako da se ulaganjem u akcije formiraju varijabilni prihodi, pošto isti zavise od njihove tržišne vrijednosti na finansijskom tržištu.

## **Treći dio:**

# **RIZICI POSLOVANJA SA HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

## **1. STRATEGIJA POSLOVNE POLITIKE FONDOVA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

### **1.1. Poslovna politika investiranja fondova u hartije od vrijednosti na finansijskom tržištu**

Ulaganje fondova u plasmane hartija od vrijednosti treba da se reguliše poslovnim politikama dotičnih fondova. Za formulisanje politike plasmana fonda u hartije od vrijednosti, odgovoran je, menadžment “tim fonda“, a svaki organizacioni dio fonda treba da ima poslovnu politiku definisanu u pismenoj formi. Efikasno upravljanje sredstvima, odnosno aktivom fonda, zahtjeva, da investicioni fond treba da ima jasno definisanu politiku plasmana, kako u domenu emisije, tako i na području plasmana hartija od vrijednosti.

Politike investiranja fonda u hartije od vrijednosti treba da obuhvati:<sup>80</sup>

- (1) Bazične ciljeve politike,
- (2) Odgovornost,
- (3) Kompoziciju plasmana,
- (4) Prihvatljive hartije od vrijednosti,
- (5) Dospjeće hartija od vrijednosti,
- (6) Kvalitet i diversifikacija,
- (7) Usklađivanje portfolia,
- (8) Jemstvo – garancije,
- (9) Sigurnost,
- (10) Isporuke,
- (11) Kompjuter program,
- (12) Dobitke i gubtkne pri trgovanju sa hartijama od vrijednosti,
- (13) Svopovanje hartija od vrijednosti,
- (14) Trgovačku aktivnost,

---

<sup>80</sup>Ćurčić dr Uroš: Bankarski portfolio menadžment-Strategijsko upravljanje bankom, bilansima, bonitetom, kvalitetom i portfolio rizicima banke, drugo prerađeno izdanje i izmjenjeno izdanje, Feljton, Novi Sad, 2002. godina, str.524.

- (15) Kreditni fajl,
- (16) Izuzetke od ove poslovne politike.

Preko osnovnih ciljeva poslovne politike fond treba jasno precizirati jedan ili više poslovnih ciljeva, kao što su: zarada putem emitovanja, kupovine i prodaje određenih vrsta hartija od vrijednosti (akcija ili obveznice). Pri tome jasno treba precizirati, šta je odgovornost fonda, a šta je odgovornost pojedinih učesnika kao akcionara fonda. Fond treba precizno da deteminiše, koji je kvalitet hartija od vrijednosti sa kojima fond posluje, odnosno sa kojim dospjećima dotičnih hartija od vrijednosti (kratki, srednji, dugi rokovi).

Elementi kvaliteta, diversifikacije i usklađivanja portfolia predstavljaju poseban problem u definisanju poslovne politike fonda. Jasno je, da će od kvaliteta hartija od vrijednosti sa kojima fond trguje, zavisiti i širina diversifikacije portfolia hartija od vrijednosti dotičnog fonda. Diversifikacija podrazumijeva takvu strukturu emitenata i vrsta hartija od vrijednosti, koja omogućava "raspršivanje" rizika u okviru portfolia na više manjih cjelina.

## **1.2. Proces upravljanja hartijama od vrijednosti u investicionom fondu**

Proces upravljanja hartijama od vrijednosti u investicionom fondu treba da ima sljedećih pet faza: (1) definisanje ciljeva ulaganja u hartije od vrijednosti, (2) formulisanje politike ulaganja u hartije od vrijednosti, (3) izbor odgovarajuće portfolio strategije, (4) selekciju sredstava aktive, (5) mjerenje i procjenu performansi.<sup>81</sup> Prilikom definisanja ciljeva ulaganja u hartije od vrijednosti treba utvrditi, koje su to vrste hartija od vrijednosti u koje će fond vršiti ulaganja sredstava. Isto zavisi i od formulisane politike ulaganja u hartije od vrijednosti. Za "zdravu" politiku fonda pri ulaganju u hartije od vrijednosti, treba utvrditi sopstvene standarde za selekciju hartija od vrijednosti, koji bi respektovali:<sup>82</sup> (1) kvalitet kredita (rizik, greške i propusta), (2) dospjeće, (3) diversifikaciju, (4) utrživost, (5) prihod fonda.

Tako, na primjer u SAD-e, prihvatljive rejting klasifikacije (određene od strane OCC<sup>83</sup>), mogu imati sljedeću sadržinu.

---

<sup>81</sup>Fabozzi J. Frank: Introduction, u knjizi: Portfolio & Investment Management State-of-the-Art Research, Analysis and Strategies, Editor: Frank J. Fabozzi, Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1989, str. 1-5.

<sup>82</sup> The FDIC's Manual of Examination Policies, Section H, page 5, revised, December 1, 1962.

<sup>83</sup> OCC je Office of the Comptroller of the Currency. To je Federalna regulatorna agencija za nacionalne banke u SAD, koje moraju biti članice Federalnog Rezervnog sistema i osigurane kod FDIC.

Stan.& Poor's	Moody's	Opis
Kvalitetna ulaganja fonda		
AAA	Aaa	Obligacije najvećeg stepena
AA	Aa	Obligacije visokog stepena
A	A-1, A	Viši srednji stepen
BBB	Baa-1, Baa	Srednji stepen, na široj liniji između definitivno zdravih obligacija i onih koje imaju predominantno špekulativne elemente. Uopšteno, to je najmanji kvalitet koji se smije kvalifikovati za bankarsko ulaganje
Špekulativne i pogrešne odluke		
BB	Ba	Niži srednji stepen sa samo minornim karakteristikama
B	B	Nizak stepen, možda pogrešno
D	Ca, c	Najniži stepen, pogrešno, ekstremeno slabi izgledi
Provizoran ili uslovljen rejting		
Rejting-P	Con. (Rejting)	Zahtjevi otplate dugova su uveliko zavisni od realne procjene budućih događaja

Pregled br. 1: Prihvatljiva rejting klasifikacija investicionih fondova<sup>84</sup>

Pri vrednovanju politike investicionog fonda u poslovanju sa hartijama od vrijednosti preporučuje se primjena vodiča sljedećih faktora:<sup>85</sup>

- (1) opšti karakter posla fonda, koji se manifestuje u karakteristikama na njegovim računima i njegova opšta ekonomska sredina,
- (2) analiza strukture sredstava fonda u odnosu na broj, tipove i veličinu računa i u odnosu na trendove depozita, kompoziciju i stabilnost,
- (3) veličina kapitala, gdje važi generalno pravilo: što je manji kapital fonda, to treba da bude konzervativnija njegova poslovna politika, s obzirom da fond tada ima manja sredstva za apsorbovanje potencijalnih gubitaka,
- (4) ekonomski i monetarni faktori, gdje se sugerije da "dovrtljivi" portfolio menadžment treba da razmotri bazične ekonomske i monetarne faktore u formulisanju i izvršavanju politike investiranja u hartije od vrijednosti. Međutim, upozorava se da preokupacija ovakvim analizama može biti indikativna "na špekulativne tendencije", koje su nekorisne i "nezdrave" u poslovanju fondova.

<sup>84</sup> Ćurčić dr Uroš: Bankarski portfolio menadžment-Strategijsko upravljanje bankom, bilansima, bonitetom, kvalitetom i portfolio rizicima banke, drugo prerađeno i izmijenjeno izdanje, Feljton, Novi Sad, 2002, str. 525-526.

<sup>85</sup> The FDIC's Manual of Examination Policies, Section H, page 6, revised, December 1, 1962.



### 1.3. Poslovanje fondova na sekundarnom tržištu hartija od vrijednosti

Sekundarno tržište hartija od vrijednosti, kako je već navedeno, predstavlja drugu i sve naredne prodaje hartija od vrijednosti na finansijskom tržištu. Prva prodaja hartija od vrijednosti neposredno poslije emisije, predstavlja primarnu prodaju, tj primarno tržište hartija od vrijednosti. Poslovima na sekundarnom tržištu bave se posebne finansijske institucije, koje se obuhvataju jednim opštim zajedničkim imenom institucionalni investitor. Sekundarno tržište omogućava vlasnicima hartija od vrijednosti kao što su kompanije, institucije i pojedinci, da mogu ponovo doći do svog novca, tj. da svoje hartije od vrijednosti prodajom pretvore u gotov novac. Ovo se naročito odnosi na akcije, pošto je to jedina mogućnost za njihove vlasnike da, ukoliko to žele ili su prinuđeni, da ponovo dođu do svog uloženog novca. To vlasnici hartija od vrijednosti mogu učiniti veoma brzo i efikasno. Na savremeno organizovanom sekundarnom tržištu hartija od vrijednosti, dovoljan je jedan telefonski poziv na odgovarajuće mjesto u fondu i investitor može odmah prodati svoje ili kupiti druge hartije od vrijednosti.

Najvažniji organizacioni oblik savremenog organizovanog sekundarnog tržišta hartija od vrijednosti su berze. Mada ima više vrsta berzi,<sup>86</sup> berze hartija od vrijednosti spadaju među najvažnije oblike finansijskog tržišta. Smatra se da su berze atraktivne kao mjesto za ulaganje novca (ukoliko se ostavi rizik po strani), iz dva razloga, koji su vezani za znanje i vještinu investitora, a to su: likvidnost i utrživost. Investitor može učestvovati na tržištu hartija od vrijednosti direktno i indirektno, što zavisi od toga, ko donosi odluke o kupovini, odnosno prodaji hartija od vrijednosti. Ulaganje u udružene ("mutual") i penzione fondove podrazumijeva donošenje indirektnih odluka, pošto odluke u ime ulagača novca, donose profesionalni menadžeri fonda.

Ako se pođe od toga, da odluku treba da donese direktno ulagač i da su u pitanju akcije, onda ulagač treba da pođe od sljedećih kriterija za donošenje odluke:

- (1) iznos novca za ulaganje, odnosno investiranje,
- (2) poznavanje tržišta akcija,
- (3) poznavanje područja, industrije i kompanije,
- (4) iznos unaprijed akceptiranog rizika, i
- (5) ciljevi ulaganja.

---

<sup>86</sup> O berzama je bilo riječi u prvom dijelu rada. Ovdje samo naglašavamo, da pored berzi hartija od vrijednosti, postoje i sljedeće vrste berzi: produktna berza, berza plemenitih metala, berza krzna i sl.

## **2. EMITOVNJE HARTIJA OD VRIJEDNOSTI FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

### **2.1. Proces emitovanja hartija od vrijednosti fondova na finansijskom tržištu**

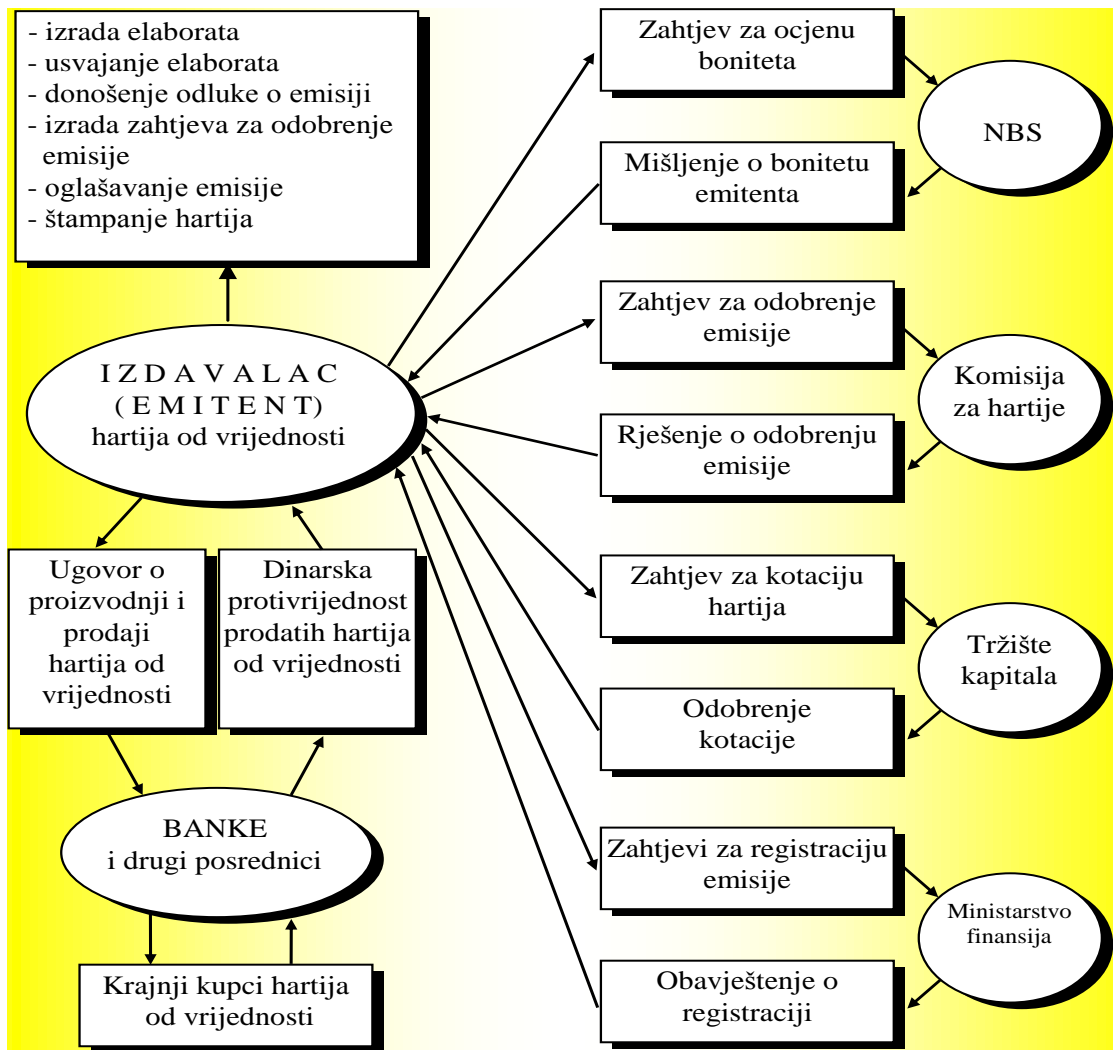
Poznata je činjenica, da kod nas na prostorima bivše SFRJ čitavih 54 godine, nije bilo tržišta hartija od vrijednosti, odnosno berzanskog poslovanja.<sup>87</sup> Očigledno je da još uvijek nemamo dovoljno iskustva sa modernim poslovanjem na tržištu hartija od vrijednosti. Naročito nemamo iskustva sa poslovanjem na sekundarnom tržištu, podrazumijevajući pri tome poslovanje raznim vrstama obveznica i akcija. Ono što smo imali do sada, to je poslovanje sa blagajničkim i komercijalnim zapisima. Za poslovanje sa drugim hartijama od vrijednosti, naročito sa akcijama i obveznicama, potrebna je razučena infrastruktura raznih posredničkih finansijskih institucija, od kojih kod nas samo neke funkcionišu, a neke su u začetku razvoja. Nedostaje čitav niz institucija, koje treba da omoguće rad sekundarnog tržišta kapitala. Razvoj novih finansijskih institucija traži određeno vrijeme. Zakonski propisi to omogućavaju, pa se očekuje osnivanje, rad i poslovanje brojnih institucija na finansijskom tržištu, posebno tržištu kapitala.

Dosadašnja praktična iskustva pokazuju da je mehanizam primarnog tržišta hartija od vrijednosti uspostavljen i da se novi poslovi dosta uspješno obavljaju. Međutim, nedostaje širina asortimana hartija od vrijednosti sa kojim bi se na dotičnom tržištu trgovalo. To je problem koji će još zadugo biti prisutan na ovom prostoru. Tehnologiju, proces i tokove na primarnom emisionom tržištu kod nas mogu imati sljedeću sadržinu:<sup>88</sup>

---

<sup>87</sup> Da se samo podsjetimo u najkraćim crtama. Prva berza u Srbiji počela je 3. januara 1895. godine u Beogradu i radila je do aprila 1941. godine. Berza je i formalno nestala odlukom Vlade Srbije 1953. godine. Nakon Drugog svjetskog rata, dakle posle pune 54 godine, obavljene su u Beogradu prve berzanske transakcije robnim hartijama od vrijednosti 12. aprila 1995. godine.

<sup>88</sup> Dabić dr Stojan: Poslovanje sa hartijama od vrijednosti, u knjizi grupe autora: Tehnologija spojnotrgovinskih poslova, Jugoslavijapublik, Beograd, 1992, str. 204.



Slika br. 1: Proces emisije hartija od vrijednosti na domicilnom finansijskom tržištu

Pored subjektivnih slabosti, kojih je kod nas bilo dosta u periodu 1990-2000. godine, bio je prisutan i čitav niz spoljnih uticaja sa negativnim posljedicama na cjelokupni privredni razvoj zemlje (raspad SFRJ, sankcije, agresija NATO snaga). Dosadašnje relativno kratko iskustvo poslje, 2000-te godine pokazuje, da je mehanizam primarnog tržišta hartija od vrijednosti uspostavljen i da se novi poslovi dosta uspješno obavljaju. Međutim, usljed postojećih ograničenja i teškoća, te nakon tranzicije većeg dijela naše privrede, za očekivati je postepeno oživljavanje ovih važnih institucija za dinamičniji proces emisije hartija od vrijednosti.

Ovom prilikom treba posebno istaći, da se i zemlje u okruženju, iako su članice Evropske unije, susreću sa značajnim problemima kod pribavljanja sredstava putem emisije dugoročnih obveznica. Finansijska kriza ostavila je značajne posljedice na zemlje u smislu sniženja kreditnog rejtinga, što se bitno odražava na mogućnost realizacije obima emitovanih obveznica.

Rb.	Zemlja	Datum emisije	Rok: godine	Vrijednost - u mil.-	Valuta	Kam. stopa %	Kreditni rejting/ prognoza
01.	Hrvatska	06.'10.	10	1.250	dolar	6,625	BBB-/negat.
02.	Crna Gora	09.'10.	5	200	evro	7,875	BB/negativ.
03.	Slovenija	01.'11.	10	1.500	evro	4,375	AA
04.	Mađarska	03.'11.	30	1.250	dolar	7,625	BBB-/negat.
05.	Mađarska	03.'11.	10	3.000	dolar	6,375	BBB-/negat.
06.	Slovenija	03.'11.	15	1.500	evro	5,125	AA/negativ.
07.	Hrvatska	03.'11.	10	1.500	dolar	6,375	BBB-/negat.
08.	Crna Gora	04.'11.	5	180	evro	7,250	BB/negativ.
09.	Mađarska	05.'11.	8	1.000	evro	6,000	BBB-/negat.
10.	Hrvatska	06.'11.	7	750	evro	5,875	BBB-/negat.
11.	Rumunija	06.'11.	5	1.500	evro	5,250	BBB-/negat.

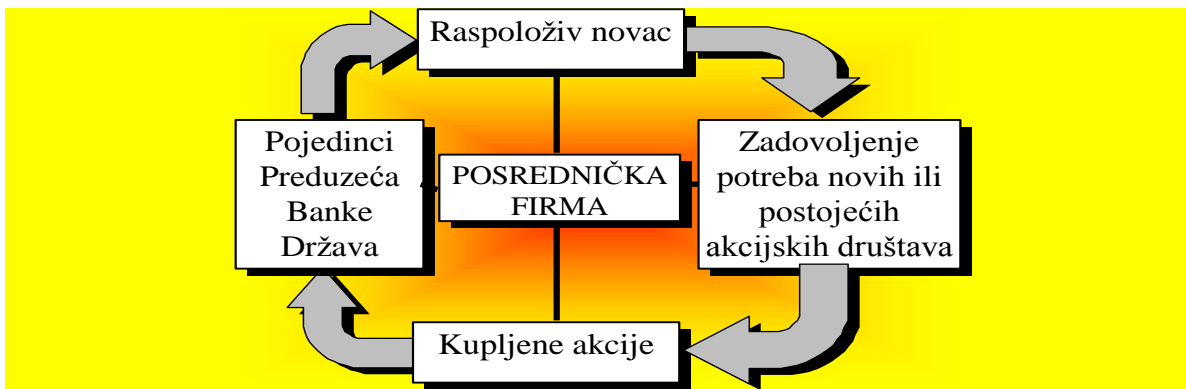
Pregled br. 1: Odobrene emisije dugoročnih obveznica<sup>89</sup>

U navedenom pregledu se prikazuju odobrene emisije dugoročnih obveznica određenih zemalja iz našeg regiona. Iz pregleda se može uočiti, da je prognoza rejtinga kod gotovo svih navedenih zemalja sa tendencijom smanjenja. Tako je Agencija za kreditni rizik odjednom snizila rejting grčkih obveznica za tri stepena sa B1 na Caa1.

## 2.2. Primarna kupoprodaja hartija od vrijednosti

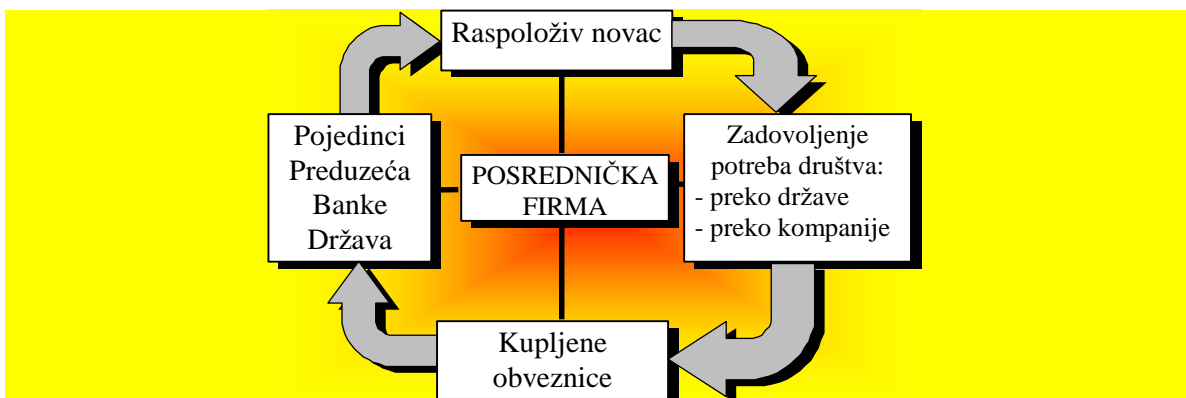
Hartije od vrijednosti se emituju radi pribavljanja potrebnih sredstava za početak rada i povećanja obima poslovanja akcionarskih društava. Materijalizovani motiv kupovine akcija se odnosi na dividendu, dok je nematerijalni motiv predstavljen učešćem u upravljanju akcionarskim društvom. Proces emitovanja i prodaje akcija prikazuje sljedeća slika br. 2.

<sup>89</sup> www.sef.rs



Slika br. 2: Postupak primarne kupoprodaje akcija

Primjeri iz dosadašnje prakse visoko razvijenih zemalja pokazuju da emitovanje obveznica vrše preduzeća da bi prikupljala dodatni kapital, a državni i opštinski organi to čine da bi rješavali pojedine infrastrukturne projekte od šireg društvenog značaja. Kapital uložen u obveznice predstavlja zajam koji se vraća u određenom roku uz određenu kamatnu stopu. Primarnu kupoprodaju obveznica prikazuje sljedeća slika br. 3.



Slika br. 3: Postupak primarne kupoprodaje obveznica

Primarna emisija ovih hartija od vrijednosti, kako je već navedeno, ima tačno definisane i propisane postupke, koji se obavljaju od strane za to ovlašćene posredničke finansijske organizacije uz ispunjavanje svih potrebnih zakonom i propisima definisanih uslova. U svim zemljama, gdje postoje poslovi primarnih emisija hartija od vrijednosti, djeluje Komisija za hartije od vrijednosti, čiji je glavni zadatak da sagleda ispunjavanje zakonom propisanih uslova za emitovanje hartija od vrijednosti od strane, preduzeća i banaka.

Pojedinci, preduzeća, banke, država i drugi zainteresovani subjekti, za dio svog raspoloživog novca namjenjenog za investiranje, kupuju obveznice sa motivom da ostvare zaradu. Znači, u prvom krugu, pojedinci, preduzeća i banke pozajmljuju svoj novac institucijama, državi, agencijama, korporacijama i slično, u zamjenu za obveznice

emitovane od tih institucija, koje služe kao dokaz ugovora o kreditu, sa iznosom, dospjećem i regularnom kamatnom stopom. Država i kompanije ulažu primljeni novac od prodatih obveznica u već unaprijed definisane programe izgradnje najrazličitijih objekata infrastrukture i u fabrike, da bi tim uloženi novcem zadovoljili određene društvene potrebe i ostvarili dobit. Na taj način se odvija kružno kretanje ili kružni tok primarnog kupoprodajnog procesa obveznica.<sup>90</sup>

Iz tako uvećanog novca isplaćuje se imaoocu, odnosno donosiocu obveznice (dio ili cjelina) o roku dospelog duga nominalne vrijednosti obveznice i kamata naznačena na obveznici. Ovim se, u stvari, završava drugi ciklični tok: uložena sredstva se vraćaju imaoocu obveznice donoseći investitoru, pored naznačene nominalne vrijednosti i iznos naznačene kamate, što je i bio motiv kupovine obveznica. Imalac ili vlasnik obveznice može svoju hartiju od vrijednosti prodati i prije dospjeća. Tada se vrijednost obveznice, odnosno njena cijena i prihod razlikuju od njene nominalne vrijednosti i naznačene kamate koju obveznica nosi. Upravo je to razlog da se prije donošenja konačne odluke o kupoprodaji hartija od vrijednosti, pribave informacije o obveznicama ili akcijama kod kojih cijena nije korektno određena.

Da bi se investitor, odnosno ulagač odlučio koje obveznice da kupi, a koje da proda, potrebno je da koristi jedan od dva analitička postupka. Prvi postupak, polazi od toga da se uporedi prihod do dospjeća određene obveznice sa prihodom do dospjeća za koju investitor smatra da je odgovarajući, shodno karakteristikama obveznice i trenutnim uslovima na tržištu kapitalom. Ako je prihod do dospjeća obveznice viši nego odgovarajući prihod do dospjeća, tada se za obveznicu kaže da je “potcijenjena”, odnosno da je njena cijena niska, i istu treba kupiti. Međutim, ako je stanje na tržištu suprotno tome, a prihod do dospjeća niži nego što bi bio odgovarajući, tada se za obveznicu kaže da je “precijenjena”, odnosno da joj je cijena suviše visoka, i da istu treba prodati.

Drugi postupak, podrazumijeva da investitor procjeni “pravu”, odnosno tzv. “unutrašnju” vrijednost obveznice, pa je zatim uporedi sa trenutnom cijenom te obveznice na tržištu kapitala. Ako je trenutna cijena na tržištu manja nego prava vrijednost obveznice, tada je obveznica “potcijenjena”, a ako je veća, tada je obveznica “precijenjena”.<sup>91</sup>

---

<sup>90</sup> Richard Saul Wurman, Alan Siegel, Kenneth M. Morris: The Wall Street Journal Guide to Understanding Money & Markets, Access Press, New York, 1990, str. 44.

<sup>91</sup> Gordon J. Alexander i William F. Sharpe: Analiza obveznica, Ekonomika, Beograd, 11/91, str. 17.

### 2.3. Plasman hartija od vrijednosti preko mješovitih fondova

Mješoviti ili uzajmni (“mutual”) fondovi predstavljaju finansijske posredničke institucije koje udružuju novac od svojih akcionara i komitenata u akcije, obveznice, državne hartije od vrijednosti i kratkoročne instrumente tržišta novca.<sup>92</sup> Poslovanje ovih mješovitih fondova obično, vode investicione kompanije, brokerske kuće ili neke finansijske institucije. Tako je novac, koji banka ili pojedinac ulažu u “mutual” fond, udružen sa novcem drugih investitora koji žele da zarade, odnosno uvećaju svoj novac. Poznato je iz američke prakse, da su tako 30-tih godina prošlog vijeka u ove fondove ulagali samo milioneri, odnosno pojedinci, da bi potom sačekali da cijene njihovih akcija “odu nebu pod oblake” i tada bi fondove odjednom prodali, ostavljajući akcije u rukama nesavjesnih i nadmudrenih investitora. Danas je poslovanje ovih fondova vrlo precizno regulisano. Međutim povremeno se ipak dešavaju propusti (zbog prisustva finansijske krize).

U nastavku istraživanja navešće se samo neke vrste ovih fondova, njihovi glavni ciljevi, potencijalni efekti i sigurnost plasmana sredstava u razne hartije od vrijednosti, u pregledu br. 2.<sup>93</sup>

Cilj	Vrsta fonda	Potencijalni		Karakter sigurnosti
		Rast cijena	Tekući prihod	
Maksimalan rast cijena	AGRESIVAN RAST FONDOVA - investiranje u obične akcije industrije	vrlo visok	vrlo nizak	slaba ka veoma slaboj
Visoki kapitalni dobici	RAST FONDOVA - investiranje u obične akcije	visok ka veoma visokom	vrlo nizak	niska
Rast cijena i tekući prihod	RAST FONDOVA I PRIHODI - investiranje u rastuće kompanije sa dividendom	umjeren	umjeren	niska ka umjerenoj
Visok tekući prihod	FIKSNI PRIHOD I DIVIDENDA - investiranje u akcije i obveznice	vrlo nizak	visok ka vrlo visokom	niska ka umjerenoj
Visok tekući prihod	OPCIONI PRIHODNI FONDOVI - investiranje u obične akcije	umjeren	visok ka vrlo visokom	niska ka umjerenoj

<sup>92</sup> Thomas Fitsch: Dictionary of Banking Terms, Barron’s Business Guides, New York, 1990, str. 406.

<sup>93</sup> Richard Saul Wurman, Alan Siegel and Kenneth M. Morris: The Wall Street Journal Guide to Understanding Money and Markets, Access Press Publication, New York, 1988, str. 68.

Cilj	Vrsta fonda	Potencijalni		Karakter sigurnosti
		Rast cijena	Tekući prihod	
Tekući prihod i maksimalna sigurnost	OPŠTI FONDOVI TRŽIŠTA NOVCA - investiranje u kratkoročne hartije od vrijednosti	ne	umjeren ka visokom	vrlo visoka
Tekući prihod, rast i sigurnost	RAVNOTEŽNI FONDOVI investiranje u mješavinu obveznica i akcija	nizak	umjeren ka niskom	visoka
Prihod bez poreza i visoka sigurnost	FONDOVI NOVČANOG TRŽIŠTA BEZ POREZA - investiranje u kratkoročne opšte hartije od vrijednosti	ne	umjeren ka visokom	vrlo visoka
Prihod bez poreza	GRADSKI FONDOVI ZA OBVEZNICE - investiranje u opšte obveznice	nizak, odnosno umjeren	umjeren ka visokom	umjerena

Pregled br. 2: Ciljevi plasmana hartija od vrijednosti preko pojedinih fondova na finansijskom tržištu

Sve do prije 25 godina, mješoviti (“mutual”) fondovi su bili koncipirani i postavljeni kao veoma široka platforma mogućnosti plasiranja sredstava. Danas su oni uglavnom visoko specijalizovani i obično imaju veoma specifične ciljeve vezano za plasmane hartija od vrijednosti. Kao što se vidi i iz prethodnog pregleda br. 3, moglo bi se reći da postoje sve vrste ovih fondova, koje mogu da zadovolje skoro svaki mogući cilj investiranja, odnosno plasman sredstava.



## 2.4. Razlike u ciljevima emitenata hartija od vrijednosti i fondova na finansijskom tržištu

Razlike između kupovine akcija od kompanija i kupovine akcija od mješovitih (“mutual”) fondova, date su u pregledu br. 3.<sup>94</sup>

PITANJE	EMITENTI AKCIJA	MJEŠOVITI (‘MUTUAL’) FONDOVI
Šta se kupuje?	Kupuju se akcije od jedne firme, obično okruglo u lotu od jedne stotine. Ima se pravo glasa u toj kompaniji.	Kupujete akciju u fondu koji je sakupljač akcija. Nemate pravo glasa. <i>Diversifikacija</i> . Posjedovanje širokog različitog broja vrijednosnih papira je najveća prednost “mutual” fondova. Diverzifikovani portfolio hartija od vrijednosti može vas zaštititi od velikih gubitaka. Čak i kad neke hartije od vrijednosti prođu loše, odnosno druge mogu proći dobro.
Šta se plaća?	Cijena akcije diktira iznos koji treba investirati.	Možete investirati bilo koji iznos, obezbjeđujući prethodno zahtjevani minimum. <i>Fleksibilno investiranje</i> . Obično je minimum inicijalnog investiranja USD 1.000, sa kasnijim investiranjem ili USD 250 ili USD 500. Neke grupe fondova nemaju minimum.
Ko o čemu odlučuje?	Vi (i vaš broker) određujete šta i kada kupiti i šta i kada prodati.	Menadžeri fonda odlučuju koja sredstva treba da budu u portfoliju i kad treba njima trgovati. Vi određujete kad treba kupiti ili prodati vaše akcije u fondu. <i>Profesionalni menadžment</i> . Vi možete dijeliti troškove unajmljenog eksperta i čak izbjeći plaćanje provizije za svaku transakciju.
Ko daje dividende?	Dividende i kamate se isplaćaju vama ili vašem brokeru. Sami odlučujete o reinvestiranju.	Dividende mogu biti reinvestirane u kupovinu više akcija ili isplaćene vama u gotovom. <i>Automatsko reinvestiranje ili isplata</i> . Svaki “mutual” fond ima neobavezni automatski program reinvestiranja, a može vam na vaš zahtjev, isplatiti dividendu u gotovu.
Koliko je likvidno investiranje?	Kada prodajete, morate čekati pet radnih dana, pre nego što se trgovina obavi i tada možete primniti vaš novac.	Vaš novac možete transferisati nazad vrlo brzo. <i>Lak pristup vašem novcu</i> . Da bi primili vaš novac, vi jednostavno možete zvati fond i dati nalog da se prodaju vaše akcije. Prodaja se obavlja do kraja dana (u nekim fondovima i prije) i vaš novac je za vas raspoloživ sljedeće jutro. Mnogi fondovi vam čak odmah napišu ček na iznos novca u fondu, a najmanje je USD 250 po čeku.

Pregled br. 3: Razlike u poslovima između emitenata akcija i fondova

<sup>94</sup> Ibidem, str. 64.

Postoji nekoliko razloga zbog kojih se ulagači sredstava u cilju zarade preko kupovine i prodaje akcija i obveznica, kao i drugih hartija od vrijednosti, najčešće opredjeljuju za udružene (“mutual”) fondove, a to su:<sup>95</sup>

- |                               |      |
|-------------------------------|------|
| (1) veća diversifikacija,     | 60 % |
| (2) profesionalni menadžment, | 45 % |
| (3) veći prihod,              | 44 % |
| (4) ekspertni menadžment,     | 37 % |
| (5) lakše investiranje.       | 23 % |

Prema procentima navedenih odgovora, očito je da kupci hartija od vrijednosti u fondu računaju sa većom diversifikacijom rizika investiranja, profesionalnijim menadžmentom i većim prihodom, nego kad bi kupovali te iste hartije od vrijednosti direktno od njihovih emitenata ili drugih posrednika koji se bave ovim poslovima.

### **3. FORMIRANJE CIJENA FINANSIJSKIH INSTRUMENATA FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

#### **3.1. Faktori vrijednosti i cijena finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu**

Finansijski instrumenti predstavljaju predmet trgovine i imaju svoju vrijednost i cijenu. Sa aspekta formiranja vrijednosti i cijena, finansijski instrumenti se mogu grupisati u tri kategorije:

- (1) obveznice,
- (2) akcije, i
- (3) diskontne finansijske instrumente.

Tipična obveznica sadrži tri bitna elementa: (a) nominalnu vrijednost, (b) rok dospjeća, (c) stopu prinosa denominovane obveznice. Emitent obveznice (debitor) ima obavezu plaćanja jednakih kamatnih iznosa i otkupa obveznice o roku dospjeća. Za holdera obveznice važna je totalna stopa prinosa kao pokazatelj investicionog oportuniteta. Na finansijskom tržištu bitna je cijena obveznica odnosno spremnost subjekta da plati određenu cijenu jedne obveznice. Za razliku od obveznice, akcije nemaju rokove dospjeća i ne postoji institucionalizovana obaveza plaćanja određenih iznosa dividendi. Dividende

---

<sup>95</sup> Ibidem, str. 68.

se isplaćuju samo u uslovima ostvarivanja dobiti, usljed čega su akcije za investitora rizičniji oblik hartija od vrijednosti. Vrijednost akcija određuje se na osnovu prinosa (dividende) koje ove akcije nose. Diskontne finansijske instrumente čine državne kratkoročne hartije (od 3 do 12 mjeseci – dospjeća) i robne mjenice kompanija (do 90 dana dospjeća). Njihove osnovne karakteristike se odnose na: kraće rokove dospjeća, visok stepen utrživosti i visok stepen likvidnosti. Stopa prinosa državnih finansijskih instrumenata ima ključnu ulogu u determinisanju kamatnih stopa na novčanom tržištu, što je posljedica prvoklasnog kvaliteta i kvantitativnog pondera ovih hartija od vrijednosti.

Faktori cijena finansijskih instrumenata su:

- (1) budući prinos,
- (2) diskontna stopa,
- (3) ročnost finansijskog instrumenata, i
- (4) rizik prinosa ulaganja.

Budući prinos finansijskog instrumenta predstavlja uvećani investirani iznos ulaganja uz očekivanu kamatu. To znači da se sadašnja vrijednost novca uvećava po određenoj kamatnoj stopi i tako dobija uvećana vrijednost iznosa ulaganja. Diskontna stopa predstavlja kamatnu stopu koja izjednačava budući prinos finansijskog instrumenta sa njegovom sadašnjom vrijednošću.<sup>96</sup> Diskontna stopa predstavlja faktor određivanja cijene finansijskog instrumenta. Cijena finansijskog instrumenta je u inverznom odnosu prema visini diskontne stope, što znači: ako diskontna stopa raste, cijena finansijskog instrumenta pada i obrnuto. Ako diskontna stopa pada, tada cijena finansijskog instrumenta raste. Ročnost finansijskog instrumenta ispoljava se kao faktor cijene finansijskog instrumenta na određeni dan u budućem periodu. Naplata finansijskog instrumenata moguća je i prije roka dospjeća uz primjenu diskontne stope. Isto se odnosi samo na finansijske instrumente koji imaju rok ili rokove dospjeća (na primjer obveznice).

### **3.2. Formiranje vrijednosti i cijena obveznica fondova na finansijskom tržištu**

U zavisnosti od visine kretanja kamatne stope na tržištu u odnosu na visinu ugovorene ili kuponske kamatne stope na obveznici, razlikuju se sljedeće vrijednosti obveznica:

- (1) nominalna vrijednost,
- (2) tržišna vrijednost, i
- (3) sadašnja vrijednost.

---

<sup>96</sup> Poznata je i kao oportunitetni trošak kapitala ili interna stopa povraćaja.

Nominalna vrijednost obveznice predstavlja onu vrijednost na koju glasi obveznica i koja je na njoj odštampana (“utisnuta”) prilikom njenog emitovanja. Tržišna vrijednost obveznice predstavlja onu vrijednost po kojoj se obveznica prodaje u okviru dospjeća i po tržišnoj kamatnoj stopi u normalnim tržišnim uslovima. Sadašnja vrijednost obveznice predstavlja rezultat kretanja kamatne stope u odnosu na visinu ugovorene (kuponske) kamatne stope, odnosno visine prinosa.

Sadašnja vrijednost obveznice može se iskazati:

- (1) na nivou nominalne vrijednosti, ako su tržišna i ugovorena kamatna stopa jednake (pri čemu se izjednačavaju tržišna i sadašnja vrijednost obveznice),
- (2) depresirana, odnosno ispod nominalne vrijednosti, kada dođe do rasta tržišne kamatne stope iznad ugovorene (“kuponske”) vrijednosti (kada je sadašnja vrijednost obveznice veća od tržišne vrijednosti),
- (3) apresirana, odnosno iznad nominalne vrijednosti, kada dođe do pada tržišne kamatne stope ispod ugovorene (“kuponske”) vrijednosti (kada je sadašnja vrijednost obveznice manja od tržišne vrijednosti).

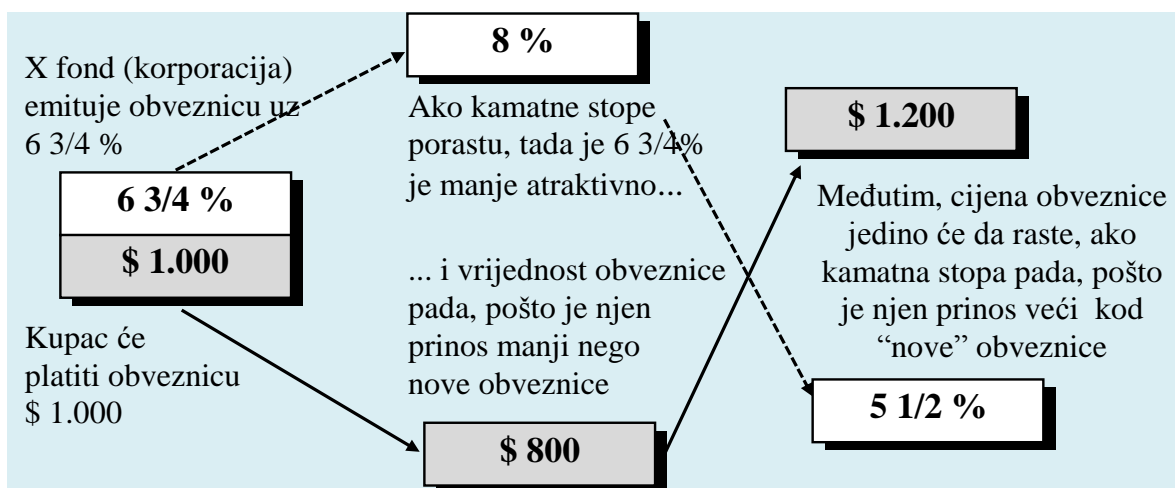
Zbog navedenih odnosa interesantno je analizirati kretanje cijena obveznica. To se može sagledati na kretanju cijene obveznice sa rokom od 20 godina i fiksnim prinosom od 6%, što je i prikazano u sljedećem pregledu br.1.

<b>Tržišna cijena obveznice u %</b>	<b>Godišnji prinos obveznice u %</b>
127,36	4,00
112,55	5,00
100,00	6,00
89,32	7,00
80,21	8,00

Pregled br. 1: Kretanje cijena i prinosa obveznice

Cijene obveznica se najčešće izražavaju u procentima od nominalne vrijednosti. Obveznice sa sto procentnom vrijednošću (“par value”) imaju tržišnu cijenu ravnu nominalnoj vrijednosti. Sve druge tržišne vrijednosti daju različite prosječne stope prinosa u odnosu na nominalno utvrđene. Naprijed navedene činjenice predstavljaju bitne pokazatelje za investiranje u obveznice. Cijene obveznica koje su navedene iskazane su u procentima i odnose se na procentualno odstupanje od nominalne cijene, odnosno vrijednosti obveznice.

Ako se pođe od pretpostavke, da jedna kompanija emituje nove obveznice uz kamatnu stopu  $6\frac{3}{4}\%$ . Ukoliko kupac, ocjeni da je to dobra kamatna stopa u odnosu na alternativne mogućnosti investiranja, odlučiće se da kupi obveznicu po nominalnoj cijeni od \$ 1.000 po komadu. Ako je tri godine kasnije kamatna stopa porasla i iznosi 8% na obveznicu, a obveznica i dalje košta 1.000 \$, kupac neće platiti 1.000 \$ za obveznicu sa kamatom  $6\frac{3}{4}\%$ . Vidi sliku br. 1.<sup>97</sup>



Slika br. 1: Prikaz odnosa kamatne stope i cijene obveznice

U uslovima smanjenja tržišne kamatne stope ispod stope naznačene u kuponu obveznice, doći će do apresijacije vrijednosti i porasta tržišne cijene obveznice. Ekonomska interpretacija povećanja tržišne cijene obveznice iznad nominalne vrijednosti, označava veću prinost i atraktivnost investiranja u obveznice.

U uslovima tržišnog rasta tržišnih kamatnih stopa neizbježna je redukcija cijena obveznica, pri čemu je veličina redukcije određena marginom rasta tržišnih kamatnih stopa i rokovima otkupa obveznica. Što su duži rokovi dospijeca, to će biti veće varijacije vrijednosti i tržišne cijene obveznica kod istog nivoa porasta kamatnih stopa na tržištu kapitala. Iznosi i vremenska struktura prinosa i plaćanja koje nosi obveznica, na tržištu se neprekidno valorizuju kroz veličinu tržišne kamatne stope i ostvarivanja alternativnih prihoda od ulaganja u štednju. Na taj način se formiraju tržišne cijene, stvarna struktura prinosa i novi odnosi između ponude i tražnje obveznica na tržištu.

<sup>97</sup> Ćurčić dr Uroš: Bankarski portfolio menadžment – Strategijsko upravljanje bankom, bilansima, kvalitetom, bonitetom i portfolio rizicima banke, drugo prošireno i prerađeno izdanje, Feljton Novi Sad, 2002, str. 511.

Ponuda obveznica na tržištu kapitala determinisana je sljedećim faktorima:

- (1) investicionim oportunitetima,
- (2) očekivanom inflacijom, i
- (3) regulativnim mjerama.

U uslovima postojanja šireg izbora atraktivnih investicionih oportuniteta, najčešće će se formirati veća sklonost poslovnih subjekata prema tražnji dodatnih finansijskih sredstava na tržištu kapitala. U takvim slučajevima dolazi do porasta zaduženja subjekata radi formiranja resursa neophodnih za investiranje. U periodima privrednog prosperiteta, prisutno je povećanje stepena profitabilnosti investicija, zbog čega je prisutan rast ponude obveznica na tržištu kapitala sa povećanim kamatnim stopama. U takvim slučajevima dolazi do veće kupovine obveznica usljed rasta kamatnih stopa. U periodima recesije, smanjivaće se ponuda i biće prisutno smanjenje kupovine obveznica. Očekivana stopa inflacije smanjuje prosječne realne troškove finansiranja investicija, što direktno utiče na veću ponudu obveznica. S obzirom da obveznice imaju fiksnu kamatnu stopu, svako očekivano povećanje stope inflacije uticaće na adekvatno povećanje ponude obveznica.

Država može regulativnim mjerama smanjiti ili povećati ponudu obveznica. Ako se, na primjer, toleriše formiranje budžetskog deficita, tada može doći do povećanja ponude državnih obveznica na tržištu kapitala. Drugim riječima, regulativnim okvirima i mjerama makroekonomske politike, može se stimulisati ili destimulisati kupoprodaja obveznica na tržištu kapitala. U tom smislu, povećani obim državnog deficita, može uticati na formiranje odgovarajućeg obima obveznica na tržištu kapitala.

Tražnja za obveznicama na tržištu kapitala zavisi od:<sup>98</sup>

- (1) trendova formiranja bogatstva,
- (2) očekivanih prinosa od ulaganja u hartije od vrijednosti,
- (3) visine očekivanog rizika ulaganja u hartije od vrijednosti, i
- (4) likvidnosti ulaganja u hartije od vrijednosti.

U periodima rastućih i stabilnih trendova bogatstva obično se, formira rastuća funkcija tražnje obveznica, dok u uslovima recesije i finansijske krize opada stopa tražnje obveznica na tržištu kapitala. U uslovima očekivanog rasta kamatnih stopa, opada i tražnja za dugoročnim obveznicama, dok u uslovima očekivanog pada kamatnih stopa, raste

---

<sup>98</sup> Jović dr Srboljub: Bankarstvo, Naučna knjiga Beograd, 1990, str. 443.

tražnja za obveznicama. Promjena cijena akcija i drugih alternativnih cijena hartija od vrijednosti, smanjuje rizik tržišnog apsorbovanja ovih hartija od vrijednosti. Povećanje rizika na alternativnim tržištima, povećava tražnju za dugoročnim obveznicama. Povećanje stepena likvidnosti obveznica, povećava njihovu tražnju, dok porast likvidnosti alternativnih hartija od vrijednosti, smanjuje njihovu tražnju.

### **3.3. Formiranje vrijednosti i cijena akcija fondova na finansijskom tržištu**

Polazeći od dosadašnjih teorijskih i praktičnih iskustava može se izvesti zaključak da su prisutna tri osnovna tipa vrijednosti akcija:<sup>99</sup>

- (1) nominalna vrijednost,
- (2) bilansna vrijednost, i
- (3) tržišna vrijednost.

Nominalna vrijednost akcija se određuje prilikom diobe početnog akcijskog kapitala na određeni broj akcija, a može biti određena i zakonom (kao što je to na primjer u Njemačkoj). Bilansna vrijednost akcija se utvrđuje, kada se nominalnoj vrijednosti dodaju određene proporcije rezervnih fondova. Tržišna vrijednost akcija dobija se na osnovu sadašnje vrijednosti anticipiranih dividendi. Fundamentalna ili unutrašnja vrijednost akcije i tržišna vrijednost akcije mogu da budu identične, i mogu da budu različite. Posmatrane u dugom roku, one su identične, a u kratkom roku su različite. Tržišna cijena predstavlja tržišnu evaluaciju akcija, dok je fundamentalna vrijednost određena evaluacijom samih investitora.

Evaluiranje cijena akcija od strane investitora zasniva se na:<sup>100</sup>

- (1) očekivanim prinosima u bilo kojem periodu posmatranja,
- (2) očekivanoj cijeni na kraju relevantnog perioda, i
- (3) odgovarajućoj diskontnoj stopi, koja sintetizuje mreže stopa prinosa na tržištu kapitala.

Formiranje cijena i prinosa akcija je u korelativnoj vezi sa cijenama i prinosima na tržištu obveznica, te institucionalnim momentima (mrežama institucionalnih štediša i investitora, investicionih banaka, berzi kapitala, nove tehnologije i sl.). Uticaj imaju i dugoročni

---

<sup>99</sup> Ibidem, str. 451.

<sup>100</sup> Ibidem, str. 452-453.

trendovi formiranja cijena akcija na tržištu, dugotrajni inflacioni ciklusi, zatim ekonomske krize, finansijski potresi ili veće špekulativne aktivnosti sa hartijama od vrijednosti.

Dugoročni trendovi formiranja cijena akcija određeni su:

- (1) stopom rasta realnog društvenog proizvoda,
- (2) stopom dobiti prema nominalnom bruto domaćem proizvodu, i
- (3) stopom inflacije.

Kratkoročni faktori formiranja cijena akcija odnose se na:

- (1) kamatne stope na tržištu kapitala,
- (2) nivo i stopu prinosa,
- (3) efikasnost tržišnih institucija, i
- (4) povjerenje investitora.

### **3.4. Vrijednost i cijene diskontnih finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu**

Cijene diskontnih finansijskih instrumenata ("papira") formira se na tzv. umanjenoj osnovi, zbog čega se i nazivaju diskontnim finansijskim instrumentima. U ovim slučajevima kamatni prinos je implicitno izražen u razlici između niže kupovne cijene i više otkupne cijene o roku dospjeća finansijskog instrumenta. Ukoliko "holder" vrši preprodaju diskontnih finansijskih instrumenata u ugovorenom roku dospjeća, tada se cijena formira između kupovne i otkupne ("nominalne") cijene u normalnim tržišnim uslovima privređivanja. To znači, svaka nova prodajna cijena formiraće se iznad prethodne tržišne cijene, a smanjivaće se i nivo kamatnog prinosa svakog novog "holdera".

Cijenu prinosa diskontnih finansijskih instrumenata određuju sljedeći faktori:

- (1) vrijednost na dan dospjeća,
- (2) broj dana do dospjeća hartije,
- (3) bazični diskontni prinos u procentnim poenima,
- (4) diskontni iznos u novčanim jedinicama,
- (5) tržišna cijena, i
- (6) stopa prinosa "holdera".



Nominalna vrijednost finansijskih instrumenata iskazuje se kao apoenka vrijednost svake hartije od vrijednosti, a kod obračuna se najčešće koristi osnovna vrijednost od 100 novčanih jedinica. Stopa prinosa “holdera” kratkoročnih hartija od vrijednosti, dobija se na osnovu odnosa diskontnog iznosa i tržišne (“kupovne”) cijene hartije od vrijednosti. Formiranje cijena na sekundarnom tržištu kratkoročnih finansijskih instrumenata, zavisi od:<sup>101</sup>

- (1) odnosa ponude i tražnje,
- (2) stepena organizovanosti tržišta,
- (3) poslovnih motivacija posrednika, i
- (4) kompetitivnosti subjekata na tržištu.

Razlika između ponuđenih i traženih cijena naziva se maržom (“spread”) i ona predstavlja bruto prihod trgovca sa hartijama od vrijednosti. Sa većim stepenom kompetitivnosti na tržištu i sa kraćim rokovima finansijskih instrumenata, smanjiće se margina zarade po pojedinim transakcijama. Na sekundarnom tržištu kratkoročnih hartija od vrijednosti, uobičajena je margina iskazana u cijenama 1/32 procentna poena (SAD), dok nivo margine na tržištu kapitala iznosi i do 1%.

---

<sup>101</sup> Ibidem, str. 455.

## **4. CIJENE I PRINOS FINANSIJSKIH INSTRUMENATA FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

### **4.1. Vrste prinosa finansijskih instrumenata na finansijskom tržištu**

Ostvarivanje prinosa predstavlja ključni motiv ulaganja “slobodnih” novčanih sredstava na finansijskom tržištu (tržištu novca, kapitala, deviza i derivata). To podrazumijeva oportunitetni trošak, kao oblik propuštene kamate, koja bi se dobila za ulaganje u neki od finansijskih instrumenata uz prihvatanje tržišnog rizika pri ulaganju. U vezi sa tim, finansijsko tržište omogućava:

- (1) kapitalizaciju prinosa, i
- (2) sadašnju vrijednost prinosa.

Kapitalizacija prinosa predstavlja izračunavanje kapitalne sume sa prinosom, dok koncept sadašnje vrijednosti omogućava upoređivanje investicionih alternativa. Kamatna stopa čini vezu između sadašnje i buduće vrijednosti novca, koja se dobija primjenom određene kamatne stope na određeni iznos za određeni period. Kod određivanja buduće vrijednosti novca, koriste se tablice buduće vrijednosti novca zasnovane na kamatnom faktoru. Za određivanje sadašnje vrijednosti novca, koriste se tablice za određivanje sadašnje vrijednosti novca zasnovane na diskontnom faktoru. Prinos finansijskih instrumenata predstavlja promjenljivu kategoriju. Na prinos utiče više faktora, kao što su: rizik, ponuda i tražnja finansijskih instrumenata. Kamatna stopa, se koristi kao mjera prinosa finansijskih instrumenata, a kao parametar se koristi stopa prinosa finansijskog instrumenta (“yield”).

Pri analizi cijene i prinosa finansijskih instrumenata koristi se:<sup>102</sup>

- (1) stopa tekućeg prinosa,
- (2) stopa tekućeg prinosa do dospjeća,
- (3) aproksimativna stopa prinosa, i
- (4) diskontna stopa prinosa.

Stopa tekućeg prinosa (“current yield”) predstavlja odnos godišnjeg prihoda finansijskog instrumenta (dividende ili kamate) i njegove tekuće tržišne cijene. Stopa tekućeg prinosa do dospjeća (“yield to maturity”) predstavlja stopu koja izjednačava kupovnu cijenu

---

<sup>102</sup> Vasiljević dr Branko: Osnovi finansijskog tržišta, Diamond Hard Beograd, 1997, str. 48-51.

finansijskog instrumenta sa sadašnjom vrijednosti svih očekivanih godišnjih prihoda (neto novčanih tokova). Aproximativna stopa prinosa (“yield approximation”) predstavlja odnos prosječnog godišnjeg prinosa finansijskog instrumenta prema prosječnom iznosu uloženi sredstava (fondova). Diskontna stopa prinosa (“discount rate”) predstavlja stopu koja izražava procentnu promjenu (smanjenje) nominalne vrijednosti finansijskog instrumenta ili njegovog kupona. Sve ove stope uključuju u prinos finansijskih instrumenata: prihod po osnovu kamata i dividendi i kapitalnu dobit odnosno gubitak (kao razliku između nominalne i tržišne cijene finansijskog instrumenata).

#### **4.2. Fiksni prinos obveznica kao finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu**

Vrijednost obveznica određuje se na osnovu prinosa kupona (kamate) i povrata uloženi sredstava. Stopa prinosa obveznice može se iskazivati kao:

- (1) stopa kupona,
- (2) tekući prinos, i
- (3) prinos prema dospelju.

Ugovorena stopa ili stopa kupona, predstavlja prinos po jednoj denominovanoj obveznici. Tekući prinos se dobija djeljenjem denominovane obveznice sa indeksom tržišnih cijena. Prinos prema dospelju se dobija na osnovu dospelja koji obuhvata: stopu kupona, vrijednost o roku dospelja, tržišnu cijenu i rokove dospelja.

Ukoliko se pođe u analizi od ranije navedenog primjera i pretpostavi se da jedna kompanija emituje nove obveznice uz kamatnu stopu  $6\frac{3}{4}\%$ , i ako kupac ocjeni da je to dobra kamatna stopa u odnosu na alternativne mogućnosti investiranja, tada će se on odlučiti da je kupite po nominalnoj cijeni od 1.000 \$ za komad. Ako nakon tri godine kasnije kamatna stopa poraste i ako “nova” obveznica uz 8 % kamate košta 1.000 \$, tada ni jedan kupac neće platiti 1.000 \$ za tu obveznicu sa kamatom  $6\frac{3}{4}\%$ .

Ukoliko se želi prodati ta obveznica, tada se ista treba ponuditi po diskontnoj cijeni. Međutim, ako se prodaje “nova” obveznica za 1.000 \$ za kamatu od  $5\frac{1}{2}\%$ , tada će se moći prodati obveznica, koja nosi kamatu  $6\frac{3}{4}\%$ , za više nego što je plaćena, pošto će kupac biti voljan da plati premiju, da bi dobio veću kamatnu stopu, odnosno ostvario

zaradu. Postupak fluktuiranja zarada (“yield”) kod kupovine obveznica, pokazan je na sljedećem pregledu br. 1.

Zarada (“yield”) na obveznici sa kamatnom stopom 8%	Suma kamate	Zarada (“yield”)
1. Ako se kupuju po nominalnoj vrijednosti \$ 1.000	\$ 80,00	8 %
2. Ako se kupuju uz diskontnu cijenu \$ 800	\$ 80,00	10 %
3. Ako se kupuju sa premiranom cijenom \$ 1.200	\$ 80,00	6 2/3 %

Pregled br. 1: Fluktuiranje zarade na obveznicama<sup>103</sup>

Takvo kretanje kamatne stope dovodi do formiranja cijene obveznice, što uz istu sumu kamate, donosi imaoću različitu stopu ili procenat zarade (“yield”).

Prinos na osnovu dospjeća predstavlja egzaktan indikator prinosa i smatra se najboljim pokazateljem prihvatljivosti investicija u finansijske instrumente sa fiksnim prihodima. Prinos i cijene obveznica nalazi se u inverznom odnosu: kada su cijene obveznica niže, tada je stopa prinosa veća i obrnuto. To znači, da će u slučajevima kada počne proces povećavanja tržišnih kamatnih stopa, uslijediti pad cijena obveznica. U suprotnom, smanjenje tržišnih kamatnih stopa će izazvati povećanje cijena obveznica.

#### **4.3. Varijabilni prinos akcija kao finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu**

Treba istaći da je najvažnija tržišna, odnosno kursna vrijednost akcija koja se dobija na osnovu sadašnje vrijednosti anticipiranih prinosa, odnosno dividendi. Tržišna vrijednost akcija se smatra fundamentalnom, jer ukazuje na korisnost akcija kao aktive dotičnog investitora. Aktiva koja ne nosi prinos nema tržišnu, odnosno unutrašnju vrijednost. Kapital uložen u akcije koje ne donose prinos, odnosno dividendu ne bi imao nikakvu tržišnu vrijednost. Upravo po tom osnovu se mogu razlikovati ulaganja između investitora i špekulanata. Investitori imaju motiv dugoročnih ulaganja sticanja prinosa, dok špekulanti kupuju hartije od vrijednosti radi dobiti (profita) u kratkom roku, odnosno radi brze prodaje i zarade.

<sup>103</sup> Ćurčić dr Uroš: Bankarski portfolio menadžment – Strategijsko upravljanje bankom, bilansima, kvalitetom, bonitetom i portfolio rizicima banke, drugo prošireno i prerađeno izdanje, Feljton Novi Sad, 2002, str. 511.

Najveći broj akcionara zainteresovan je za visinu tekućih i anticipiranih prinosa, pri čemu su za njih cijene akcija manje interesantne. Kao i kod obveznica, postoji inverzna povezanost između cijene (vrijednosti) akcija i stope prinosa (dividendi). Ta inverzna povezanost može se izraziti sljedećom relacijom formiranja cijena akcija: sadašnja cijena akcije  $P$  jednaka je odnosu prinosa po akciji u anticipiranom periodu  $D$  prema anticipiranoj stopi prinosa kapitala  $r$ . Ako je ponuđeni iznos dividende po akciji 20 novčanih jedinica, a anticipirana stopa prinosa investitora 20%, tada će cijena akcije biti 100 novčanih jedinica:

$$P = \frac{D}{r} = \frac{20}{0,20} = 100$$

Sadašnja cijena akcije predstavlja odnos prinosa po akciji u određenom periodu prema anticipiranoj stopi prinosa kapitala. Cijena akcije sa fiksnim prinosom predstavlja odnos ponuđene dividende i anticipirane stope prinosa investitora.

U literaturi se smatra da će tržišne cijene akcija biti usklađene sa unutrašnjim vrijednostima u uslovima dominacije investitora na tržištu kapitala u odnosu na špekulativne aktivnosti. Kada kompanija ostvaruju dobre performanse, dividenda će imati tendenciju povećanja. Anticipirani rast prinosa (dividendi) emitenta uticaće na rast vrijednosti akcija, što će u uslovima “zdravog” tržišta djelovati u pravcu povećanja cijena akcija. Međutim, povećanje zahtjevane stope prinosa investitora ( $r$ ) imaće za posljedicu obaranje cijena akcija. Što je veća zahtjevana stopa prinosa investitora ( $r$ ), to će biti manja cijena akcija na tržištu. Sa aspekta akcionara pojedinca veoma važan indikator predstavlja prinos po akciji (“earning per share”, ili skraćeno ‘EPS’).

#### **4.4. Modeli utvrđivanja cijena finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu**

Postoji nekoliko modela utvrđivanja cijena finansijskih instrumenata, kao što su: (1) cijena finansijskog instrumenta sa utvrđenim prinosom, (2) cijena finansijskog instrumenta sa periodičnim prinosom, i (3) cijena finansijskog instrumenta sa neodređenim prinosom.<sup>104</sup>

Cijena finansijskog instrumenta sa utvrđenim prinosom odnosi se samo na jedan utvrđeni prinos u roku dospjeća, i njegova cijena se utvrđuje primjenom sljedeće formule:

---

<sup>104</sup> Vasiljević dr Branko : Osnovi finansijskog tržišta, Diamond Hard Beograd, 1997, str. 52-55.

$$P = \frac{FV}{(1 + i)^n}$$

gdje je:

P = cijena finansijskog instrumenta,

FV= veličina budućeg prinosa,

i = diskontna stopa,

n = broj godina do dospjeća.

Cijena finansijskog instrumenta sa periodičnim prinosom odnosi se na višegodišnji prinos i otplatu nominalne vrijednosti na dan dospjeća (na primjer dugoročna obveznica), cijena će se utvrditi primjenom sljedeće formule:

$$P = \frac{I}{(1 + i)} + \frac{I}{(1 + i)^2} + \dots + \frac{I + F}{(1 + i)^n}$$

gdje je:

I = iznos periodičnog prinosa,

F = nominalna vrijednost,

i = diskontna stopa,

n = broj obračunskih perioda do dospjeća.

Cijena amortizacionog (anuitetnog) finansijskog instrumenta predstavlja samo modifikovanu prethodnu formulu, gdje je F = 0.

$$P = \frac{I}{(1 + i)} + \frac{I}{(1 + i)^2} + \dots + \frac{I}{(1 + i)^n}$$

Cijena perpetualnog anuitetnog finansijskog instrumenta (čija se glavnica ne isplaćuje, ali se isplaćuje redovan godišnji anuitet), utvrđuje se primjenom sljedeće formule:

$$P = \frac{I}{i}$$

Cijena finansijskog instrumenta sa neodređenim prinosom odnosi se na hartije od vrijednosti koja nema unaprijed utvrđenu visinu prinosa i dinamiku isplate (kao na primjer akcija). Cijena se utvrđuje na dva načina: statičkim i dinamičkim putem.

Statički pristup utvrđivanja cijene podrazumijeva upotrebu formule sličnu perpetuálnom finansijskom instrumentu:

$$P = \frac{D}{i}$$

gdje je:

P = tekuća cijena akcije,

D = tekuća stopa dividende,

i = diskontna stopa.

Uobičajeno je u praksi da se cijena akcije utvrđuje dinamičkim pristupom po sljedećoj formuli:

$$P_0 = \frac{D + P_1}{1 + i}$$

gdje je:

P<sub>0</sub> = očekivana cijena akcije,

D = dividenda,

P<sub>1</sub> = očekivana cijena akcije na kraju godine,

i = očekivana stopa prinosa.

Očekivana stopa prinosa akcije poznata je kao stopa kapitalizacije i može se izračunati primjenom sljedeće formule:

$$P_0 = \frac{D + P_1 + P_0}{P_0}$$

Cijena akcije i stopa kapitalizacije treba da budu ravnotežne veličine, odnosno da pružaju isti očekivani prinos. Ovaj uslov ravnoteže posebno je važan na perfektnom tržištu kapitala.

## **5. RIZICI I PRINOS FINANSIJSKIH INSTRUMENTATA FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

### **5.1. Dimenzije rizika prinosa finansijskih instrumenata fondova na finansijskom tržištu**

Koncept tržišne privrede podrazumijeva “slobodno” djelovanje ekonomskih zakona u domenu ponude i tražnje roba, usluga, radne snage, novca i hartija od vrijednosti u okviru jedne nacionalne privrede (države), a u uslovima globalizacije i van granica jedne države. U takvim uslovima, niko nema zagarantovanu sigurnost da će uspjeti prodati svu svoju proizvedenu količinu proizvoda ili prodati odgovarajuću raspoloživu “količinu” usluga po odgovarajućim povoljnim cijenama.

Sam način proizvodnje i prodaja roba i usluga nepoznatom kupcu u tržišnoj privredi, nosi sa sobom određeni stepen poslovnog rizika. Rizik u poslovanju može biti veći ili manji, pri čemu je činjenica da je rizik uvijek prisutan. Moguće je neke vrste rizika smanjiti i minimizirati, ali je nemoguće rizike u cjelini eliminisati. Rizik je, kako to kaže dr D. Dragišić, “imanentna kategorija robne proizvodnje i ne može se eliminisat”.<sup>105</sup> Istraživanjem tržišta od strane pojedinačnog privrednog subjekta, proizvodnog ili uslužnog preduzeća, banke ili fonda, rizik se može smanjiti ili u najboljem slučaju minimizirati, ali se ne može eliminisati.

Poslovanje preduzeća, banaka i fondova, kao i poslovi ostalih institucionalnih investitora na finansijskom tržištu, mogu se obavljati pod različitim uslovima.<sup>106</sup>

- (1) izvjesnosti, kada nema promjena ili su iste zanemarljive,
- (2) rizika, kada je stvarna promjena jednaka predviđenoj ili sa malim odstupanjima, i
- (3) neizvjesnosti, kada pored predviđenih promjena, postoje nagle i nepredviđene promjene.

Za takve sigurne i nepromjenljive uslove u kojima se obavljaju poslovi, kaže se da se poslovi obavljaju u uslovima izvjesnosti. Ako se desi, da se poslovi obave u većoj ili manjoj mjeri lošije nego što se očekivalo, ta odstupanja od unaprijed predviđene

---

<sup>105</sup> Dragišić dr Dragoljub: Teorijske osnove istraživanja tržišta, Naučna knjiga, Beograd, 1967, str. 38.

<sup>106</sup> Ćurčić dr Uroš: Bankarski portfolio menadžment – Strategijsko upravljanje bankom, bilansima, kvalitetom, bonitetom i portfolio rizicima banke, drugo prošireno i prerađeno izdanje, Feljton, Novi Sad, 2002, str. 391.



vjerovatnoće, predstavljaju mogući rizik. Rizik je nešto što je u suštini predvidljivo, ali se precizno ne zna u kojem se stepenu može pojaviti u budućnosti. Neizvjesnost je nepredvidljiva promjena i nepredvidljiv događaj. Ne može se pouzdano mjeriti, mada postoje statističke metode kojima se mogu izražavati vjerovatnoće nastanka neke promjene i nekog događaja. Njihova relativna vjerovatnoća nije unaprijed poznata.

Po pravilu, svako neplanirano i iznenadno dešavanje u pojedinim poslovnim aktivnostima predstavljaju rizik. Rizik može imati materijalnu i nematerijalnu komponentu. Materijalna se može reflektovati u gubitku djela ili cjeline neke stvari, njene funkcije, izgleda i slično, dok se rizik nematerijalne prirode može iskazati kao gubitak dobrog ugleda ili imidža. Nematerijalni rizici mogu imati uticaj i na nastanak gubitaka, ali i na status koji može imati kasnije refleksije i uticaj na uspjeh preduzeća, banke ili fonda. Postoji niz definicija rizika. U istraživanjima će se navesti samo neke, koje kratko sa raznih aspekata, definišu rizik:<sup>107</sup>

- (1) vjerovatnoća gubitka ili izloženost gubitku,
- (2) mogućnost ili šanse za nastanak gubitka,
- (3) opasnost koja može uzrokovati gubitak,
- (4) imovina ili osoba izložena gubitku,
- (5) gubitak potencijalnog iznosa novčane jedinice,
- (6) psihološka neizvjesnost u odnosu na gubitak.

Pojave koje za konačni rezultat imaju gubitak u novčanom izrazu, bilo da su vezane za uspjeh obavljanja pojedinih poslova ili da su sumarno iskazane preko bilansa uspjeha banke ili fonda, predstavljaju rizike banke ili fonda. Mada se ulaganja u finansijske instrumente kao hartije od vrijednosti smatraju relativno sigurnim, naročito u obveznice državnih organa i institucija, ipak postoje okolnosti kad su ta ulaganja više ili manje nesigurna, odnosno rizična. Stoga se smatra da nesigurnost ulaganja u hartije od vrijednosti (obveznice i akcije) može biti mala i velika. Smatra se da je nesigurnost ulaganja u hartije od vrijednosti mala kad je situacija na tržištu normalna i uslovi stabilni,<sup>108</sup> te je i odgovarajuća reakcija menadžment "tima" fonda kao investitora prisutna (pregled br. 1).

---

<sup>107</sup> Jović dr Srboljub: Bankarstvo, Naučna knjiga Beograd, 1990, str. 417.

<sup>108</sup> Mahrabian dr Albert: Your Inner Path to Investment Success Insights into the Psychology of Investing, Porobus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1991, str. 22 i 29.

<b>Situacija na finansijskom tržištu</b>	<b>Reakcija menadžment “tima” fonda</b>
- situacija normalna	- nizak nivo rizika
- tržišni uslovi stabilni	- sporo kretanje
- promjene se odvijaju polako	- rijetke odluke
- promjene su očekivane	- manje učesnika
- promjene su poznate	- pozitivan tok gotovine

Pregled br. 1: Reakcija menadžment “tima” fonda u stabilnim uslovima poslovanja

Međutim, u uslovima velike nesigurnosti, kad je nivo promjena takav da traži drugačije ponašanje menadžment “tima” fonda kao investitora, onda pojedinim tržišnim situacijama odgovaraju određene reakcije menadžment “tima” fonda kao što je to prikazano u pregledu br. 2.

<b>Situacija na finansijskom tržištu</b>	<b>Reakcija menadžment “tima” fonda</b>
- situacija složena,	- visok nivo rizika
- tržišni uslovi variraju	- brzo kretanje
- promjene su rapidno brze	- učestale odluke
- promjene su neočekivane	- više učesnika
- promjene su nove - nepoznate	- negativan tok gotovine

Pregled br. 2: Reakcije menadžment “tima” fonda u nestabilnim uslovima poslovanja

“Holderi” hartija od vrijednosti, kao što su fondovi, banke i druge finansijske institucije, generišu dobit (profit) trgujući sa istim na tržištu kapitala. Pri svakoj transakciji hartija od vrijednosti, mogu da se ostvare neke vrste rizika. Posmatrano sa aspekta globalne strukture i obima hartija od vrijednosti u portfoliju fonda banke ili nekog drugog “holdera”, pojava rizika vezana je za poslovanje sa dvije osnovne vrste finansijskih instrumenata:

- (1) obveznice, i
- (2) akcije.

Svaki od ovih finansijskih instrumenata pojavljuje se u više oblika, koji se međusobno razlikuju i nose različite vrste i nove rizike. Upravo zato zaslužuju posebnu pažnju da se sagledaju neki od ovih rizika vezanih za poslovanje sa obveznicama i akcijama.

## 5.2. Rizici prinosa ulaganja u obveznice fondova na finansijskom tržištu

Kako smo već ranije naveli, obveznice se emituju radi prikupljanja, odnosno mobilizacije sredstava za dodatni kapital u proširenje poslovanja preduzeća, firme, korporacije zatim države ili opštine za rješavanje određenih zajedničkih komunalnih i infrastrukturnih problema. Mada je jasno da ulaganje u obveznice znači kreditiranje pod određenim uslovima, što znači da se novac uz određenu fiksnu kamatu vraća svom vlasniku u određenom vremenu, na sekundarnom tržištu se vrši kupoprodaja obveznica po cijenama koje se razlikuju od onih koje su nominalno navedene na obveznici. Osnovni rizik investiranja u obveznice nastaje usljed divergentnog kretanja cijena i kamata i nesigurnosti procjene budućeg kretanja kamata na tržištu.<sup>109</sup>

Obveznice po prirodi nose visok stepen:

- (1) kamatnog rizika,
- (2) rizika promjene cijene, i
- (3) gubitka uloženog kapitala.

Kamatni rizik je uslovljen kretanjem visine tržišnih kamatnih stopa u odnosu na kuponsku kamatnu stopu na obveznici. Promjene tržišnih kamatnih stopa u periodu roka dospjeća obveznica dovode do promjena tržišne vrijednosti i cijene obveznica, što može dovesti do djelimičnog ili potpunog gubitka kapitala uloženog u obveznicu. To se dešava, kada emitent obveznice ima teškoća sa isplatom obveznica, odnosno kada dođe u poziciju da ih zbog gubitaka u poslovanju (stečaja ili bankrota) uopšte ne može isplatiti.

Ulaganje, odnosno investiranje sredstava u obveznice može imati za posljedicu ne samo bazične, već i nekoliko vrsta drugih rizika, kao što su:<sup>110</sup>

- (1) rizik reinvestiranja,
- (2) kreditni rizik,
- (3) rizik prijevremene naplate,
- (4) inflacioni rizik,
- (5) rizik deviznog kursa,
- (6) rizik likvidnosti.

---

<sup>109</sup> Jović dr Srboljub: Bankarstvo, Naučna knjiga Beograd, 1990, str. 417.

<sup>110</sup> Fabozzi J. Frank and Fabozzi T. Dessa: Survey of Bonds and Mortgage-Backed Securities, u knjizi: Portfolio & Investment Management State-of-the-Art Research, Analysis and Strategies, Probus Publishing Companies, Chicago, Illinois, 1989, str. 201-205.

Odnosi investitora i emitenta, bez obzira što se odvijaju preko mehanizma tržišta kapitala (primarnog i sekundarnog), dosta su složeni. Ta složenost se manifestuje upravo u procjeni navedenih nekoliko rizika (rizik reinvestiranja, kreditni rizik, rizik prijevremene naplate, inflacioni rizik, rizik deviznog kursa i rizik likvidnosti), koji ne predstavljaju bazične rizike. Da bi se kupac, odnosno “holder” hartija od vrijednosti preventivno zaštitio od svih navedenih ili od nekih navedenih rizika, potrebno je da nešto više zna o vrstama i emitentima obveznica, čiji poslovni rejting daje određeni stepen sigurnosti da će ta obveznica biti isplaćena o roku dospjeća. Za takve informacije koriste se tzv. rejting sistemi obveznica.<sup>111</sup>

Prilikom kupoprodaje obveznica potrebno je imati u vidu da postoje manje i više rizične obveznice. Tako u grupu manje rizičnih obveznica spadaju državne obveznice (federalne obveznice u SAD su gotovo bez rizika), kao i obveznice lokalnih administrativnih jedinica. Obveznice koje emituju kompanije su više rizične od državnih obveznica, ali i među ovim obveznicama postoje razlike u njihovom kvalitetu. U vezi sa kvalitetom, prinosom i rizikom obveznica postoje određene međuzavisnosti koje treba investitori da imaju u vidu. Obveznice boljeg kvaliteta imaju manji prinos, dok obveznice lošijeg kvaliteta nude veći prinos. Stvar je procjene svakog kupca, odnosno investitora kako će procjenjivati prinos i rizik svake obveznice.

### **5.3. Rizici prinosa ulaganja u akcije fondova**

Akcije nose znatno veće margine rizika posmatrano u odnosu na obveznice. Postoji dvostruki rizik akcija:

- (1) rizik neplaćanja dividendi, i
- (2) kapitalni rizik.

Rizik neplaćanja dividendi postoji u uslovima nepredviđenog smanjivanja dividendnih stopa ili usljed bankrotstva akcionarskog društva. U praksi je veoma teško procjenjivati buduće prinose investitora, pa je zbog toga dividendni rizik veoma ozbiljan i zbog čega su akcije znatno rizičnije od obveznica. Smatra se da kupci akcija spadaju u rizičnu kategoriju investitora. Kapitalni rizik nastaje u uslovima velikog smanjenja cijena akcija ili u uslovima gubitka kapitala u procesu likvidacije akcionarskog društva. U tom slučaju

---

<sup>111</sup> Richard Saul Wurman, Alan Siegel and Kenneth M. Morris: The Wall Street Journal Guide to Understanding Money & Markets, ACCESS Press Ltd., New York, 1989, str. 52.

akcionarima pripada samo ostatak aktive akcionarskog društva, koji može da bude negativan u uslovima prezaduženosti akcionarskog društva.

U tržišnim uslovima poslovanja, treba imati u vidu činjenicu da akcionarski mehanizmi finansiranja i investiranja omogućavaju:<sup>112</sup>

- (1) suptilno povezivanje rada i kapitala,
- (2) podjelu vlasništva imovine preduzeća na mnoštvo subjekata, i
- (3) egzaktno vezivanje rizika za obim uložениh sredstava.

Veći obim investiranog kapitala nosi veći rizik, ali i veći prinos u uslovima zadovoljavajuće profitabilnosti preduzeća kao emitenata. U akcionarstvu se ostvaruje suptilna difuzija vlasništva, rizika i participacije u prinosima preduzeća. Institucionalizuje se obrazac ograničenog obima obaveza svakog akcionara i olakšano apsorbovanje gubitaka u uslovima likvidacije korporacijskog preduzeća. Najširi krugovi štediša mogu postati akcionari i investitori koji ravnomjerno učestvuju u diobi neto profita i u određenim oblicima akcionarstva u upravljanju preduzećem.

U razvijenim tržišnim privredama postoji stalno odmjeravanje prednosti i nedostataka (rizika) ulaganja u akcije i obveznice, neprestano pospješivanje kompetitivnosti ova dva oblika tržišta kapitala. Teorijska saznanja i ogromna praktična iskustva razvijenih zemalja ukazuju na: racionalnost i efikasnost tržišta akcija samo u uslovima dobro razvijenih tržišta bankarskih kredita i obveznica, institucionalnih investitora i kontrolnih ustanova.<sup>113</sup> Akcionarsko tržište, ne predstavlja značajniji izvor formiranja i finansijskih, i kapitalnih resursa velikih kompanija, dok manje – posebno “nove” kompanije, u značajnoj mjeri koriste akcije kao metod kapitalnih fondova.

Pošto se institucionalni investitori, kao što su udruženi (“mutual”) fondovi, penzioni fondovi, banke, brokerske firme, arbitraže, međunarodni investitori, korporacije, investitorske savjetodavne firme i osiguravajuće kompanije, bave profesionalno poslovima kupoprodaje akcija, oni se najčešće svakodnevno susreću sa četiri osnovna tipa rizika, kao što su:

- (1) poslovni rizik (“business risk”),
- (2) tržišni rizik (“market risk”),

---

<sup>112</sup> Jović dr Srboljub: Bankarstvo, Naučna knjiga Beograd, 1990, str. 445.

<sup>113</sup> Ibidem, str. 446-447.

- (3) kamatni rizik (“interest rate risk”), i
- (4) devizni rizik (“currency risk”).<sup>114</sup>

Poslovni rizik odnosi se na prisutnost potencijalnog pada zarada, dividendi ili usporavanja rasta. To znači da ulagači treba da su svjesni mogućnosti nepovoljnih događaja u poslovanju, koji mogu uticati na cijenu akcija. Tržišni rizik znači suočavanje sa padom cijena akcija i gubicima povezanim sa padom cijena akcija. Rizik je sadržan na samom tržištu i uticaju na pojedinačne akcije koje se drže u portfoliu. Tržišni rizik je opšti eksterni rizik posmatran mimo individualnog posla. Kamatni rizik ima najveći uticaj na kamatno osjetljive akcije kao što su korisnici, fondovi i banke. Rizik se izražava kroz povećanje kamatne stope, što znači opadanje dobiti (profita), a opadanje dobiti znači niže vrednovanje kompanije i cijene akcije. Kad je riječ o valutnom riziku, postoje dva tipa rizika: jedan je povezan sa stranom valutom, a drugi se odnosi na inflatorni rizik.

#### **5.4. Strukturni rizici investicionog portfolia fondova na finansijskom tržištu**

Treba istaći da “holder” drže hartije od vrijednosti na zalihi koja se zove pozicija, kao što svaki trgovac drži zalihe određene robe na svojim rafovima. Strategija “holdera” zaliha hartija od vrijednosti je u osnovi ista kao i kod trgovaca nekom drugom robom. Kada dođe kupac, on može da bira koju će robu da kupi, što se u potpunosti primjenjuje i u poslovanju fondova.

Obim i struktura plasmana fonda kao “holdera” u razne oblike hartija od vrijednosti određena je:

- (1) globalnim odnosom pozicija u strukturi bilansne aktive,
- (2) odnosom ukupnih kredita i ukupnih plasmana u hartije od vrijednosti,
- (3) sigurnošću i diverzifikacijom plasmana u hartije od vrijednosti,
- (4) stepenom likvidnosti fonda, i
- (5) intenzitetom potrebe za generisanjem dodatnih prihoda.<sup>115</sup>

Svaki fond ili banka kao “holder” hartija od vrijednosti, utvrđuje globalnu proporciju pozicija u aktivni, što se preventivno odnosi na odnos plasmana u kredite i plasmane u

---

<sup>114</sup> Sutton David: Understanding the Stock Market - The Investor’s Self-Teaching Seminars, Probus Publishing Company, 1989, str. 59-65.

<sup>115</sup> Ćurčić dr Uroš: Bankarski portfolio menadžment – Strategijsko upravljanje bankom, bilansima, kvalitetom, bonitetom i portfolio rizicima banke, drugo prošireno i prerađeno izdanje, Feljton, Novi Sad, 2002, str. 528.

hartije od vrijednosti. Praksa fondova i banaka u razvijenim tržišnim privredama (kao što je to, na primjer u SAD-e) pokazuje, da obim zajmova u banci ne smije prelaziti granicu od 60% obima depozita u banci. Sa aspekta sigurnosti, fond treba da bude obazriv u odnosu na ulaganje u hartije slabijeg kvaliteta. Fond treba diversifikaciji (ulaganju u hartije od vrijednosti emitenata iz različitih grana i djelatnosti) da posvetiti posebnu pažnju zbog minimiziranja rizika. Stepenn likvidnosti i likvidna pozicija fonda, kao i potreba za dodatnim prihodima, su takođe važni elementi za plasman fonda u hartije od vrijednosti.

Iznos i kompozicija zaliha hartija od vrijednosti, koje svaki “holder” drži zavisi od:

- (1) predviđenog obima prodaje u svakoj emisiji ili grupisanom dospjeću,
- (2) troškova finansiranja,
- (3) očekivanih promjena kamatne stope, i
- (4) oblika krive prinosa.<sup>116</sup>

Što je veća predviđena prodaja u narednom periodu pojedinih ili svih hartija od vrijednosti, veće će biti zalihe u tim pojedinim ili svim hartijama od vrijednosti. Međutim, zalihe hartija od vrijednosti zahtjevaju i finansiranje. Finansiranje vrše fondovi po kamatnim stopama koje su blizu onima na kredite banka ili su na nivou dnevne eskontne stope. Razlika između tržišnog prinosa hartija od vrijednosti i troškova finansiranja plaćenih banci ili trgovačkog departmenta odnosi se na neto troškove finansiranja (“cost of carry” ili jednostavno “carry”).<sup>117</sup>

Odluka o visini zaliha hartija od vrijednosti zavisi i od pravca i veličine očekivanog kretanja kamatne stope. Konačno, dileri koriste i strategiju nagiba krive prinosa hartija od vrijednosti. Na osnovu navedenog, faktori koji utiču da “holder” drži veću ukupnu sumu hartija od vrijednosti zavisi od:

- (1) veće očekivane prodaje,
- (2) nižih troškova finansiranja i pozitivnijih neto troškova finansiranja (“carry”),
- (3) većeg očekivanog pada kamatnih stopa,
- (4) pozitivnije nagnute krive prinosa.

---

<sup>116</sup> Kaufman G. George: *The Securities Activities of Commercial Banks*, u knjizi: *Handbook for Banking Strategy*, Edited by: Richard C. Aspinwall and Robert A. Eisenbeis, John Wiley & Sons, New York, 1985, str. 672.

<sup>117</sup> *Portfolio & Investment Management-State-of-the-Art Research, Analysis and Strategies*, Editor: Frank J. Fabozzi, Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1989, str. 14.

Ovi faktori utiču i na kompoziciju dospjeća zaliha hartija od vrijednosti u portfoliju banke. Posljednja dva navedena faktora podložna su višem riziku nego prva dva faktora. Ako se stope kreću suprotno očekivanjima ili kriva prinosa postaje u nagibu manje pozitivna ili čak negativna, dileri mogu doživjeti gubitak na zalihama svojih hartija od vrijednosti.

Prema uputstvu za nadzor i ispitivanje poslovne politike banke (a može se primjeniti i na poslovanje fondova) od strane FDIC (“Federal Deposit Insurance Company”), za “zdravu” poslovnu politiku plasmana u hartije od vrijednosti, fond treba da utvrdi standarde za selekciju hartija od vrijednosti, respektujući:<sup>118</sup>

- (1) kvalitet plasmana,
- (2) dospjeće,
- (3) diversifikaciju,
- (4) tržišnu prođu, i
- (5) očekivani prihod.

U vrednovanju politike plasmana fonda ili banke u hartije od vrijednosti, FDIC sugerše analizu nekoliko faktora kao što su:<sup>119</sup>

- (1) analiza opšteg karaktera poslovanja banke,
- (2) analiza strukture depozita banke,
- (3) analiza kapitalnih fondova banke, i
- (4) analiza ekonomskih i monetarnih faktora.

Analiza opšteg karaktera poslovanja banke vrši se u cilju utvrđivanja kako se njeno poslovanje manifestuje u karakteristikama njenih kreditnih i depozitnih računa i u njenom opštem ekonomskom okruženju. Analiza strukture depozita banke vrši se na relaciji broja, tipa i veličine računa, te trendova kretanja depozita, njihove kompozicije i stabilnosti. Analiza kapitalnih fondova banke zasniva se generalno na relaciji: manji kapital banke ima za posljedicu konzervativniju politiku plasmana banke u hartije od vrijednosti, pošto ona ima manje fondove da apsorbujе potencijalne gubitke. Analiza ekonomskih i monetarnih faktora sugerše menadžment “timu” banke da pri formulisanju i izvršavanju portfolio politike treba da uzme u obzir bazične ekonomske i monetarne faktore. Uputstvo takođe upozorava da preokupacija takvom analizom može biti indikacija spekulativnih tendencija, koje su nekorisne za poslovne banke.

---

<sup>118</sup> Sinkey F. Joseph: Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry, Third Edition, MacMillan Publishing Company, New York, 1989, str. 454.

<sup>119</sup> Ibidem, str. 455-456.



## **Četvrti dio:**

# **STRATEGIJE UPRAVLJANJA RIZICIMA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

## **1. STRATEGIJE, POLITIKE I RIZICI INVESTICIONIH FONDOVA**

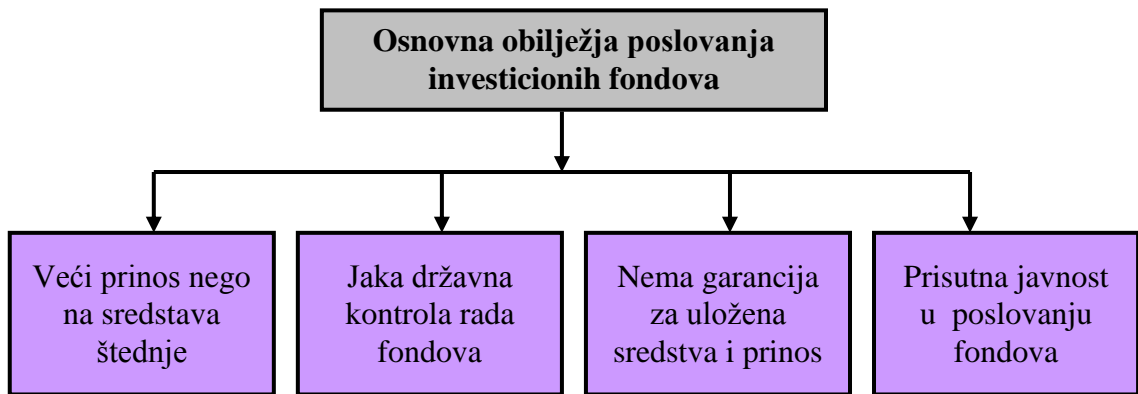
### **1.1. Formulisanje ciljeva i politika investicionih fondova**

U opštem smislu posmatrano, investiranje predstavlja korišćenje raspoloživog kapitala u cilju kreiranja veće količine novca, bilo kroz sredstva koja donose zaradu ili kroz rizično orijentisana ulaganja dizajnirana tako, da rezultiraju kapitalnim dobitima. Investiranje se može odnositi na finansijske investicije, kada investitor ulaže novac u kupovinu određenih finansijskih instrumenata, odnosno hartija od vrijednosti, ili kada investiranje podrazumijeva napor i vrijeme pojedinca da bi se ostvarila dobit (profit). To podrazumijeva, da je važna sigurnost principala, dok je špekulacija daleko rizičniji posao i rjeđe se koristi.

Investicioni fondovi, kao institucionalni investitori, raspolažu velikim finansijskim sredstvima i imaju veliko učešće u privredama razvijenih i visoko razvijenih zemalja. Oni su istovremeno i nerazdvojni učesnici finansijskog tržišta. Investicioni fondovi posluju samostalno i njihovo egzistiranje se zasniva na sljedećim premisama:

- (1) prinosi na uložena novčana sredstva u fondovima su, po pravilu, veći od prinosa na štednju novca u bankama,
- (2) postoji jaka kontrola poslovanja investicionih fondova od strane državnih kontrolnih institucija,
- (3) nema garancije ulagačima za uložena sredstva i očekivani prinos u investicionim fondovima,
- (4) prisutna je javnost u poslovanju investicionih fondova, i sl.

Polazeći od navedenih egzistencijalnih poslovnih odrednica, mogu se šematski ilustrovati osnovne premise poslovanja investicionih fondova, kao što to prikazuje sljedeća slika br. 1.



Slika br. 1: Najvažnije elementi poslovanja investicionih fondova

Kada je riječ o investicionim kompanijama, investicioni ciljevi kompanija zavise od ciljeva investicionih fondova. Ovi ciljevi su obavezno naznačeni u prospektu fonda. Kod investicionih fondova, koji posluju na dugoročnom finansijskom tržištu, investiranje se vrši pretežno u akcije (“fondovi akcija“) ili pretežno u obveznice (“fondovi obveznica“). Ciljevi investiranja mogu biti pojedine kompanije, grane, koje imaju brz razvoj i rast i koje donose kapitalne dobitke. Neke investicione kompanije podržavaju pojedine zemlje, regione ili pak podržavaju pojedine berzanske indekse. Strategije investicionih fondova obavezno se naslanjaju i formulišu prema definisanim ciljevima investicionih fondova, koji mogu biti veoma različiti. Primarni ciljevi investicionih fondova odnose se na:<sup>120</sup>

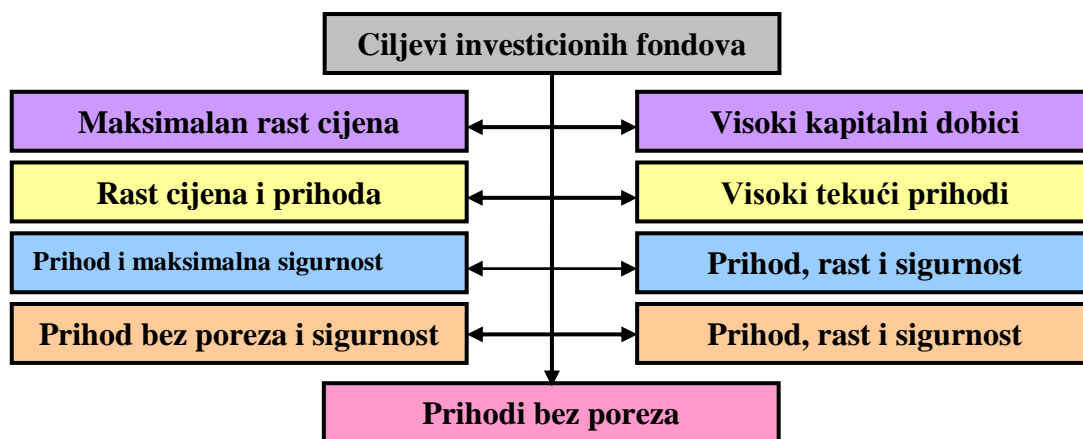
- (1) potrebu da akcionarima obezbijede visoke prinose (vlasnicima udjela, vlasnicima investicionih jedinica),
- (2) potrebu povećanja vrijednosti inicijalnog uloženog kapitala, a sve u cilju povećanja vrijednosti akcija (udjela ili investicionih jedinica),
- (3) potrebu da minimiziraju rizike i izvrše adekvatan izbor hartija od vrijednosti (koje čine imovinu fonda), odnosno diversifikuju plasmane u različite hartije od vrijednosti.

U literaturi postoje i drugi pristupi u podjelama ciljeva investicionih fondova, kao što su fondovi koji u svojoj strategiji i poslovnoj politici stavljaju akcenat na pojedine segmente poslovanja kao što su vrijednost akcija, visoki prihodi, kapitalna dobit, dividende i drugo.<sup>121</sup>

Gotovo svi ciljevi različitih grupa investicionih fondova mogu se sažeti u nekoliko mogućih opštih ciljeva, koje koncizno ilustruje sljedeća slika br. 2.

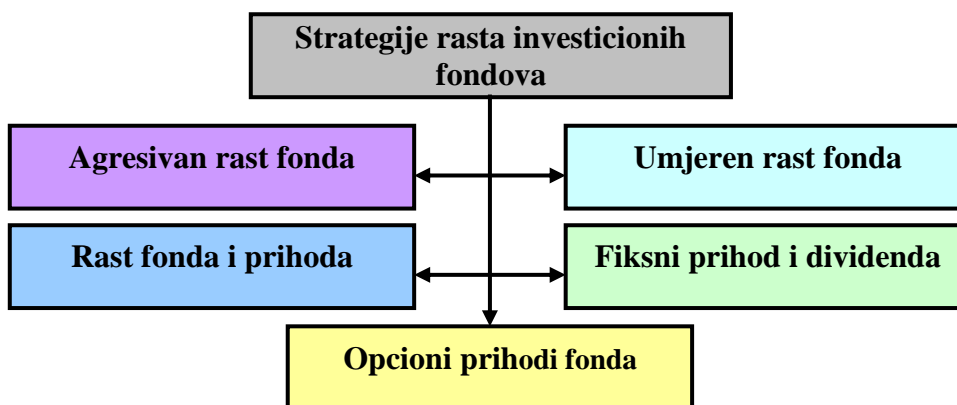
<sup>120</sup> Vunjak dr Nenad: Investiciono i hipotekarno bankarstvo, Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, Subotica, 2013, str. 108.

<sup>121</sup> Kao što već ranije navedeno u drugom dijelu ove doktorske disertacije, vidi detaljnije: Šoškić dr Dejan, Živković dr Boško: Finansijska tržišta i institucije, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 466.



Slika br. 2: Najčešći postavljene ciljevi investicionih fondova

Da bi se ostvarili navedeni ciljevi neophodno je da investicioni fondovi treba da ostvare određeni rast u pojedinim segmentima svog poslovanja, što predstavlja njihove posebne karakteristike. Karakteristike strategije rasta investicionih fondova prikazuje sljedeća slika br.3.



Slika br. 3: Različiti oblici strategije rasta investicionih fondova

Da bi investicioni fondovi ostvarili zacrtane ciljeve, oni treba da su povezani sa određenim karakterom strategije rasta svakog pojedinačnog fonda. Tu povezanost prikazuje sljedeći pregled br. 1.

<b>Redni broj</b>	<b>Ciljevi investicionih fondova</b>	<b>Karakter rasta investicionih fondova</b>
1.	Maksimalni rast cijena	Agresivan rast fonda
2.	Visoki kapitalni dobici	Umjeren rast fonda
3.	Rast cijena i prihoda	Rast fonda i prihoda
4.	Visok tekući prihod	Fiksni prihod i dividenda
5.	Prihod i maksimalna sigurnost	Opcioni prihodni fondovi
6.	Prihod i maksimalna sigurnost	Opšti fondovi tržišta novca
7.	Prihod, rast i sigurnost	Ravnotežni fondovi
8.	Prihod bez poreza i sigurnost	Fondovi novčanog tržišta bez poreza
9.	Prihod bez poreza	Gradski fondovi obveznica

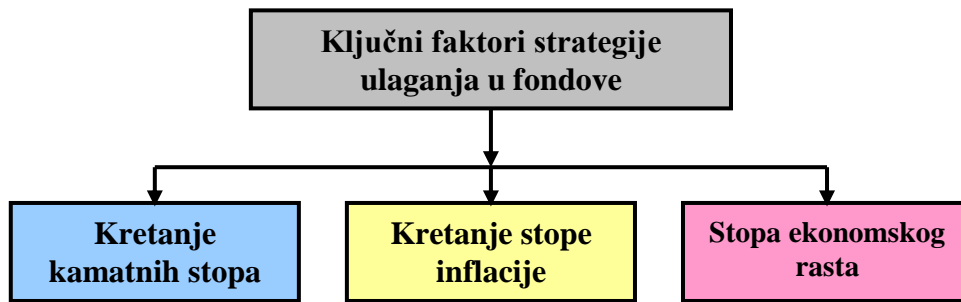
Pregled br. 1: Povezanost ciljevi i karaktera strategija rasta fondova

Iz navedenog pregleda se vidi povezanost pojedinih ciljeva investicionih fondova sa karakterom rasta svakog fonda. Tako na primjer, fondovi čiji je cilj maksimalan rast cijena, odgovara agresivan rast fonda, dok na primjer visoki kapitalni dobici “zahtjevaju“ umjeren rast fonda. U okviru pojedinih vrsta investicionih fondova, kao što su na primjer gradski fondovi obveznica, ostvaruju se kao ciljevi prihodi bez poreza. Treba posebno naglasiti, da postoji međuzavisnost ciljeva, prihoda i sigurnosti investicionih fondova.

## **1.2. Tržišni faktori i strategije rasta investicionih fondova**

Strategija predstavlja opšti plan aktivnosti, čija je svrha ostvarivanje određenih jasno definisanih ciljeva. Investiciona strategija ili strategija investicionog fonda predstavlja plan alociranja bilansne aktive, odnosno raspoloživih novčanih sredstava između izbora, kao što su: (1) akcije, (2) obveznice, (3) ekvivalenti gotovine, (4) robe ili (5) nekretnine. Investicionu strategiju treba formulisati na osnovu posmatranja ili istraživanja kretanja određenih tržišnih parametara, među kojima se, između ostalih, smatraju najvažnijim:<sup>122</sup> (1) kamatne stope, (2) stopa inflacije, (3) stopa ekonomskog rasta, i sl., što se ilustruje na sljedećoj slici br.4:

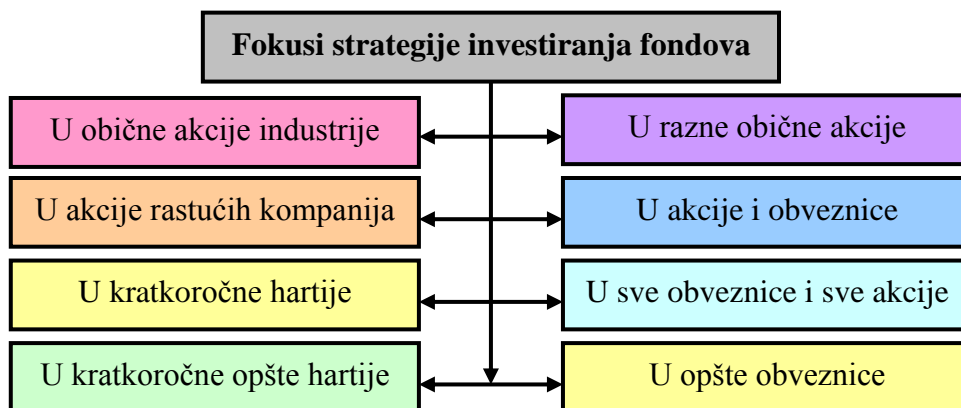
<sup>122</sup> Ibidem, str. 421.



Slika br. 4: Nezaobilazni faktori strategije ulaganja u investicione fondove

Preciznija sagledavanja rizika potencijalnih ulaganja u akcije i obveznice, ukazuje da je neophodno uzeti u obzir i još niz drugih parametara, kao što su: (1) starost investitora, (2) tolerancija rizika, (3) raspoloživost kapitala za ulaganje, (4) buduće potrebe za kapitalom (kao što su kućni izdaci za školovanje djece, eventualna kupovina kuće), i sl.

Prilikom razmatranja navedenih faktora, značajnu stručnu pomoć može da pruži investicioni savjetnik.<sup>123</sup> Imajući u vidu navedene tržišne faktore i neke od ličnih karakteristika individualnih investitora, treba formulirati strategiju ulaganja raspoloživih sredstava u neki od investicionih poduhvata. Različite strategije investiranja pojedinaca (ulagača) u investicione fondove, prikazuje se na sljedećoj slici br. 5:



Slika br. 5: Strategije investiranja fondova u različite hartije od vrijednosti

Investicioni fondovi predstavljaju veoma široku "lepezu" određenih mogućnosti i šansi za ostvarivanje zarade putem investiranja raspoloživih "slobodnih" novčanih sredstava pojedinca. Za razliku od ranijih uslova poslovanja, danas je poslovanje ovih fondova vrlo

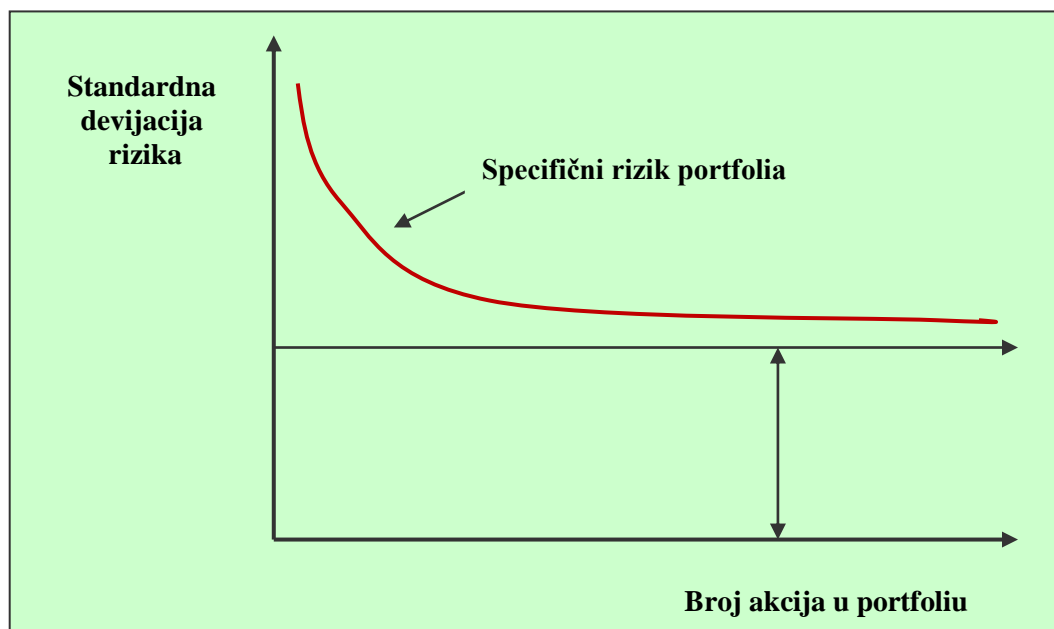
<sup>123</sup> Investicioni savjetnik ("investment advisory") je stručno lice ili firma, koje obezbjeđuje i pruža investicione savjete uz naplatu provizije. Investicioni savjetnik mora da bude registrovan kod nadležnog registra i obično je specijalizovan za određene vrste usluga (brzo rastuće akcije, međunarodne akcije, mutual fondove, robe itd. Vidi detaljnije: John Downes and Jordan Elliot Goodman: Dictionary of Finance and Investment Terms, third edition, Barron's Financial Guides, New York, 1991, str. 209.

precizno regulisano. Posebno je interesantno sagledati razlike u strategijama poslovanja otvorenih i zatvorenih investicionih fondova.<sup>124</sup>

### 1.3. Strategije upravljanja portfoliom investicionih fondova

Izraz portfolio danas se koristi kao izraz u jednom investicionom kontekstu – prije svega, kao koncept ulaganja finansijskih sredstava, kako u privredi i bankarstvu (u kreditne plasmane i plasmane u hartije od vrijednosti), tako i kao portfolio finansijske aktive u investicionim fondovima. Istovremeno treba istaći, da je portfolio koncept isto tako široko prihvaćen i u proizvodnim i u uslužnim djelatnostima u kompanijama. Ovaj izraz se koristi gotovo za sve plasmane, kako plasmane fondova, tako i za plasmane banaka u cilju ostvarivanja dobiti (profita).<sup>125</sup>

Portfolio koncept podrazumijeva kombinovano držanje više hartija od vrijednosti od strane institucionalnog investitora ili jednog individualnog investitora. Svrha portfolia jeste da redukuje rizike putem diversifikacije. Prema modernoj portfolio teoriji, optimalno divesifikovan portfolio akcija se može postići sa dvadesetak akcija iz različitih sektora, kao što to pokazuje sljedeći grafički prikaz br.1:<sup>126</sup>



Grafički prikaz br. 1: Optimalno divesifikovani portfolio akcija

<sup>124</sup> Thomas Fitsch: Dictionary of Banking Terms, Barron's Business Guides, New York, 1990, str. 406.

<sup>125</sup> Treba naglasiti, da se ovaj koncept najviše vezivao za portfolio hartija od vrijednosti, pa je i kod nas već dugo vremena poznat pod izrazom kao portfelj hartija od vrijednosti. Vidi detaljnije: Čurčić dr Uroš: Upravljanje rastom i performansama banke – Streategijsko upravljanje rastom, korporativnim i portfolio performansama banke, Mladost Holding d.d., Color Print, Loznica 2003, str. 205-206.

<sup>126</sup> Slović dr Slobodan: Teorija investiranja, VŠRBP-Beograd, 2011, str. 29. Ibedem.

Portfolio investicionog fonda obuhvata različite vrste hartije od vrijednosti, sa različitim dospjećima (obveznice) i sa različitim stepenom rizika (akcije). Upravo zbog mogućnosti relativizacije rizika, portfolio hartija od vrijednosti investicionog fonda i struktura portfolia se može kreirati na različite načine.

Okvirna struktura ulaganja u hartije od vrijednosti u zavisnosti od modela portfolia i može da bude kao što prikazuje sljedeći prikaz br.2.<sup>127</sup>

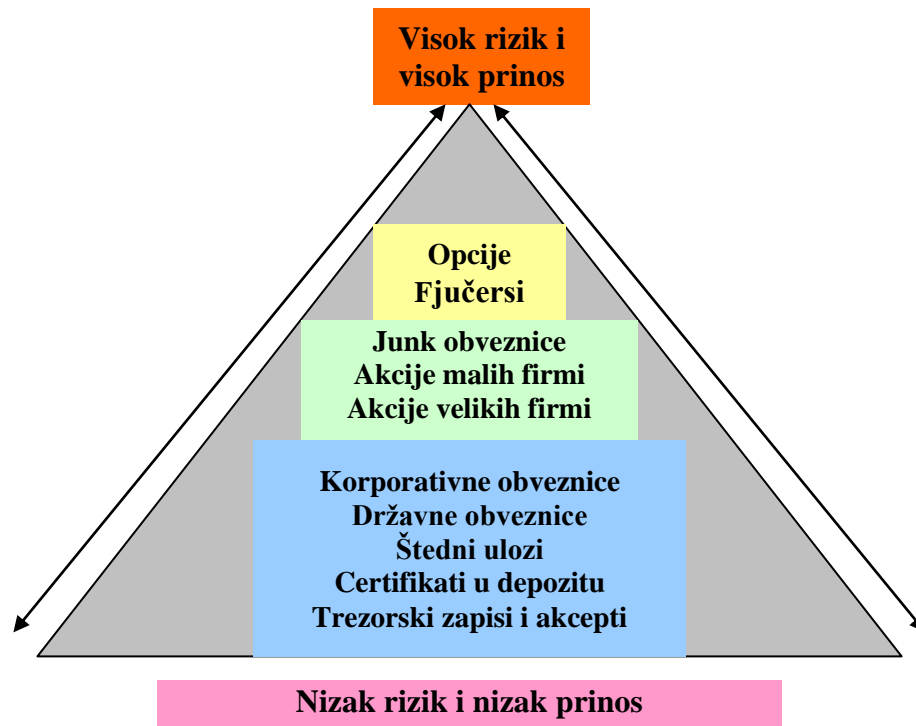
<b>Rb.</b>	<b>Model investicionog portfolia</b>	<b>Novac i novčani ekvivalenti</b>	<b>Hartije od vrijednosti sa fiksnim prinosom</b>	<b>Hartije od vrijednosti sa varijabilnim prinosom</b>
1.	Konzervativni	5 – 15%	70 – 75%	15 – 20%
2.	Umjereneno konzervativni	5 – 10%	55 – 60%	35 – 40%
3.	Balansirani	5 – 10%	35 – 40%	50 – 55%
4.	Agresivni	5 – 10%	20 – 25%	65 – 70%
5.	Vrlo agresivni	0 – 10%	0 – 10%	80 – 100%

Pregled br. 2: Različiti modeli strukture portfolia investicionog fonda

Konzervativni pristup formiranja portfolia investicionog fonda akcentuje aktivnosti sa više komfora, a isto omogućavaju hartije od vrijednosti sa fiksnim prinosom (obveznice). Korišćenje umjereneno konzervativnog pristupa u formiranju strukture portfolia investicionog fonda usmjerena je i najviše na obveznice (fiksni prinos), ali i na akcije (preuzimanje nešto većeg stepena rizika nego što je to u slučaju čisto konzervativnog pristupa). Balansirani pristup ili model strukture investicionog portfolia skoro izjednačuje (balansira) ulaganja u instrumente sa fiksnim prinosom i instrumente sa varijabilnim prinosom. Agresivni pristup ili model formiranja portfolia hartija od vrijednosti investicionog fonda stavlja naglasak na instrumente sa varijabilnim prinosom, a znatno manje na instrumente sa fiksnim prinosom. Vrlo agresivni pristup formiranju portfolia usmjerava se gotovo u cjelini na instrumente sa varijabilnim prinosom, što ukazuje na visok nivo preuzimanja rizika u ovom poslu.

Ovim se ne iscrpljuju svi pristupi formiranju investicionog portfolia. Jedan od pristupa može da bude i koncept tzv. investicione piramide, što prikazuje sljedeća slika br.6.<sup>128</sup>

<sup>127</sup> Slović dr Slobodan: Teorija investiranja, VŠRBP-Beograd, 2011, str. 109. Ibedem.



Slika br. 6: Portfolio koncept piramide hartija od vrijednosti investicionog fonda

Formiranje portfolia investicionih fondova vrše stručni i za takve poslove obučeni profesionalni menadžeri. Zato sa razmatranjem problema upravljanja portfoliom srećemo usko povezane izraze kao što su: portfolio menadžer, portfolio beta skor i portfolio osiguranje. Portfolio menadžer predstavlja profesionalca odgovornog za poslovanje portfolia hartija od vrijednosti individualnog investitora ili institucionalnog investitora. Često se naziva i menadžer novca (“money manager”) ili specijalno, kada su u pitanju lične usluge – investicioni savjetnik (“investment counsel”). Portfolio menadžer može da obavlja poslove za: udruženi fond, starateljski fond, plan učešća u profitu, banku, osiguravajuću kompaniju. Za proviziju koju prima, menadžer ima fiducijarnu odgovornost da oprezno upravlja aktivom i da bira, da li akcije, obveznice, ekvivalenti gotovine, nepokretnosti ili druga aktiva, imaju najbolju priliku za profit, u bilo kojem vremenu.

Portfolio beta skor (“beta score”) odnosi se na volatilnost<sup>129</sup> jednog individualnog portfolia hartija od vrijednosti, uzimajući ga kao cjelinu, mjereći ga sa BETA koeficijentima hartija od vrijednosti, koje ga čine. Beta koeficijent mjeri volatilnost jedne akcije u odnosu na tržište kao cjelinu, što se reprezentuje putem indeksa (kao što je na primjer, Standard & Poor’s 500 Stock Index). Beta 1 znači da akcija ima istu volatilnost kao i tržište.

<sup>128</sup> Slović dr Slobodan: Teorija investiranja, VŠRBP-Beograd, 2011, str. 106. Ibedem.

<sup>129</sup> **Volatilnost** (na engleskom “volatility”) je izraz, kojim se označava nestabilnost na tržištu, odnosno povećane frekvencije, te nagle i oštre amplitude oko nekog pravca centralne tendencije kretanja.



Portfolio osiguranje odnosi se na aktivnosti portfolio menadžera kada koristi fjučer indeks akcija da zaštiti portfolio od pada cijena na tržištu. Umjesto da prodaje aktuelne akcije, pošto one gube vrijednost, menadžer prodaje fjučers indeks. Ako se pad cijena akcija nastavi, portfolio menadžer ponovo kupuje fjučerse po nižoj cijeni, koristeći profit kao nadoknadu gubitaka u portfoliu akcija. Posebne okolnosti na tržištu, kao što je “crni ponedjeljak”, eliminišu ovu portfolio zaštitu. Kod portfolio osiguranja nastoji se zaštititi investicioni portfolio od nepredviđenih rizika preko ponovnog oblikovanja, odnosno reoblikovanja distribucije.

Strategije ulaganja u hartije od vrijednosti fondova bazira se na osnovnim investicionim principima, tj. odnosu (“trade-off”) između prinosa i rizika, odnosno kompoziciji dospjeća hartija od vrijednosti. Uzimajući u obzir kriterijum “trade-off” relacije prinosa i rizika, razlikuju se tri strategije: (1) aktivna investiciona strategija, (2) strukturno aktivna investiciona strategija, i (3) pasivna investiciona strategija. Posebno je važna strategija upravljanja performansama portfolia investicionih fondova. Polazeći od toga, strategija upravljanja performansama investicionog portfolia podrazumijeva:<sup>130</sup> (1) definisanje performansi investicionog portfolia, (2) definisanje limita i ograničenja prilikom investiranja, (3) definisanje filozofije investiranja, (4) kreiranje investicionih strategija, (5) fokusiranje na odgovarajući broj emitenata hartija od vrijednosti, (6) poštovanje principa fleksibilnosti (permanentni monitoring i rebalansiranje), (7) strukturiranje portfolia u odnosu na tržišne promjene, (8) permanentnu edukaciju portfolio menadžera.

#### **1.4. Faze procesa upravljanja portfoliim investicionih fondova**

Proces upravljanja investicionim portfoliim predstavlja složenu poslovnu aktivnost svakog “holdera” hartija od vrijednosti. Smatra se, da ovaj proces polazi od četiri osnovne upravljačke faze i to:<sup>131</sup> **prva**, definisanje investicione strategije i politike, **druga**, istraživanje finansijskih i ekonomskih uslova i prognoza budućih trendova rizika i prinosa, **treća**, konstruisanje portfolia, i **četvrta**, monitoring i promjene strukture portfolia.

U okviru **prve faze** procesa upravljanja portfoliim, tj. u okviru definisanja investicione strategije i politike, potrebno je: (a) definisati investicione ciljeve i prihvatljive nivoe

---

<sup>130</sup> Vunjak dr Nenad, Ćurčić dr Uroš, Kovačević dr Ljubomir: Korporativno i investiciono bankarstvo, redaktor: prof. dr Nenad M. Vunjak, Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, BLC Colege Banja Luka, 2008, str. 193.

<sup>131</sup> [www.ekof.bg.ac.rs/analiza\\_HOV](http://www.ekof.bg.ac.rs/analiza_HOV)

rizika, (b) pri tome treba voditi računa, da svaki investitor ima sopstvene preferencije, (c) treba imati u vidu i ograničenja, kao što su vrsta djelatnosti i eksterna pravila supervizije, (d) investicionu strategiju treba revidirati periodično, (e) i pri tome treba imati u vidu, da upotreba različitih strategija ima i različite troškove održavanja.

Pri formulisanju ciljeva portfolia, treba imati u vidu njihovu realnost, koja je bitna zbog: (a) očuvanja osnovnog kapitala, (b) minimiziranja rizika realnog gubitka, (c) stroga analiza svih rizika, (d) agresivnije strategije pružanja rizika radi sticanja (značajnijih kapitalnih dobitaka i uvećanja kapitala), (e) uvećanja tekućih prihoda vlasnika portfolia.

Pri izboru strategije ostvarivanja ciljeva investicionih fondova, treba voditi računa o tipiziranim strategijama upravljanja portfoliim (tzv. strukturnim strategijama):

(1) dublirajuća strategija (“dedicated portfolio strategy”), u okviru koje se:

- (a) težište stavlja na rezultat: tok prinosa koji odgovaraju budućim obavezama nezavisno od promjene kamatnih stopa,
- (b) primjenjuje analitičko oruđe: “duration” obveznica se izjednačava sa rokom dospjeća obaveza,
- (c) smatraju izvjesnim izdaci portfolia (na primjer: djelatnost osiguranja života i penzijskog osiguranja).

(2) Strategija imunizacije, koja:

- (a) rezultira fiksnim iznosom vrijednosti ulaganja nezavisno od promjene kamatnih stopa (dakle, cilja se vrijednost portfolia u datom budućem trenutku ili nizu sekvenci, a sve adaptacije strukture portfolia se podređuju tom cilju),
- (b) tradicionalna strategija imunizacije, koja fokusira aktivnost: kupiti i držati obveznice do dospjeća, što za rezultat ima uklanjanje kamatnog rizika,
- (c) moderna strategija, koja se oslanja na kamatne derivate (fjučerse i svopove),
- (d) dopunska strategija koja zavisi od varijabilnosti i predvidivosti budućih obaveza.

U okviru **druge faze** procesa upravljanja portfoliim, koja se odnosi na istraživanje finansijskih i ekonomskih uslova i prognozu budućih trendova rizika i prinosa, potrebno je:

- (a) definisati najkraći put za ostvarenje utvrđenih ciljeva (iz prve faze), (b) redovno obnavljati ove analize, (c) obim istraživanja postaviti u zavisan odnos sa vrstom i veličinom portfolia i (d) ostaviti otvoren problem pouzdanosti prognoze prinosa tržišta i prinosa pojedinačnih hartija od vrijednosti.

Kada je riječ o datoj strukturi investicionog portfolia, treba imati u vidu da se pod istim podrazumijeva prihvaćeni, određeni stepen rizika. Polazi se od postojanja činjenice, da svaki investicioni portfolio “sadrži” određeni stepen neizvjesnosti kao miks sistemskog i nesistemskog dijela rizika. Investitor treba da “prihvati” na sebe sistemski rizik kao dio ukupnog rizika. Redukovanje nesistemskog dijela rizika, a time i dijela ukupnog rizika, vrši se putem diversifikacije investicionog portfolia fonda. Diversifikacija kao aktivnost znači povećanje broja različitih hartija od vrijednosti, tj. hartija od vrijednosti različitih emitenata (iz različitih privrednih grana, djelatnosti), kako bi se na osnovu stepena korelacije između prihoda i rizika, smanjio ukupan rizik investicionog portfolia kao cjeline. Rizik i prinos su dvije veličine koje su međusobno uslovljene u bilo kojoj strukturi investicionog portfolia. Istraživanja treba usmjeravati na eventualne bolje kombinacije ove dvije promijenjive, što za rezulta treba da ima i bolje performanse investicionog portfolia.

U **trećoj fazi** procesa upravljanja portfoliem definiše se struktura portfolia. Pri tome, posebno treba imati u vidu sljedeće činjenice: (a) raspoloživa sredstava fonda treba alocirati na što više alternativa koje vode maksimiziranju prinosa i minimiziranju rizika, odnosno maksimiziranju prinosa uz dati nivo rizika, (b) alokacija treba da zadovolji specifične ciljeve definisane u prvoj fazi, posebno ako su ti ciljevi uslovljeni vrstom djelatnosti i apriornim pravilima, pri čemu se problem pojednostavljuje (postoji portfolio koji imaju inicijalno definisan cilj koji se postiže sa dvije do tri hartije od vrijednosti), (c) ako su ciljevi “a priori” definisani i deklarirani kao u nekih investicionih fondova, tada je problem kompleksniji.

Treba istaći značaj, da su za prvu konstrukciju portfolia investicionog fonda, posebno važne sljedeće varijable:

- (a) porijeklo kapitala ili izvora dohotka, koji se ulaže, pošto različite djelatnosti imaju različite izvore,
- (b) utvrditi, koliko je portfolio bitan za finansijsku poziciju,
- (c) da li postoje i koje su zakonske restrikcije koje utiču na strukturu portfolia,
- (d) kada i koliko se revidira portfolio, odnosno da li neočekivane prolazne promjene u vrijednosti njegovih elemenata, zahtjevaju promjenu investicione politike.

U okviru konstrukcije portfolia hartija od vrijednosti investicionog fonda, ključna su četiri problema:

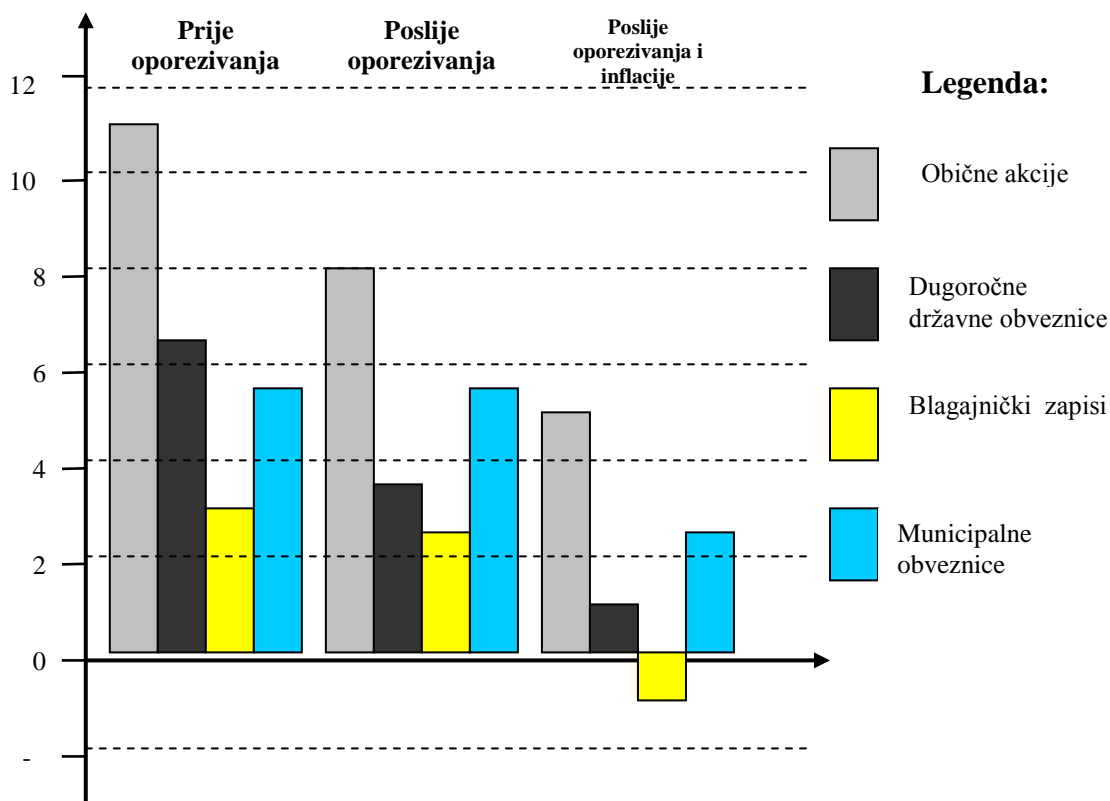
- (1) koje vrste hartija od vrijednosti su prihvatljive za ulaganje,
- (2) koje proporcije su poželjne u strukturi portfolia hartija od vrijednosti,
- (3) kakav je rang hartija od vrijednosti u portfoliu prema značajnosti,
- (4) potreba definisanja specifičnih hartija od vrijednosti (emitent, vrsta, rok, prinos), koje se nalaze u portfoliu.

Teorija i praksa u vezi poslovanja investicionih fondova posebno ističe značaj prvog izbora strukture investicionog portfolia. Ovo je od posebne važnosti, zbog toga, što:

- (a) najveći dio prinosa investicionog portfolia (85% do 95%) determinisan je sa donošenjem prve dvije odluke (prihvatljive i poželjne hartije od vrijednosti), a ne selekcijom pojedinačnih hartija od vrijednosti,
- (b) izbor dobre pojedinačne hartije od vrijednosti može uvećati vrijednost portfolia, ali ne može značajnije promijeniti njegovu strukturu,
- (c) definisanje ranga hartija od vrijednosti koje se primarno biraju, značajno ne utiče na održavanje optimalne strukture portfolia,
- d) posebnu pažnju zaslužuje kombinovano dejstvo oporezivanja i inflacije.

Mjenjanje politike poreza, koja kombinovana sa stopom inflacije ima određene efekte na promet hartija od vrijednosti na finansijskom tržištu, može znatno uticati na mjenjanje strukture prinosa dotičnog portfolia.

Dokaz za ovakvu tvrdnju jeste efekat poreza i inflacije na prinos hartija od vrijednosti na tržištu SAD u periodu 1926-1998. godine, što se može vidjeti na sljedećem grafičkom prikazu br. 2:



Grafički prikaz br. 2: Efekti poreza i inflacije na prinos hartija od vrijednosti

U **četvrtoj fazi** procesa upravljanja investicionim portfolirom, zadatak se svodi na monitoring i promjene strukture dotičnog portfolia. Pri tome su važni sljedeći poslovi: (a) u slučaju revizije investicionih ciljeva iz prve faze, potrebno je trenutno modifikovati strukturu portfolia, (b) u slučaju kada su ciljevi stabilni, izvodi se redovna evaluacija portfolio performansi (što je eksterno determinisano u slučaju nekih portfolia, NAV investicionih fondova, vrijednosti investicione jedinice penzionih fondova), (c) u slučaju pogoršanja performansi investicionog portfolia treba izvršiti reviziju strukture dotičnog portfolia.

Monitoring, revizija i rebalansiranje investicionog portfolia zasnivaju se na već kreiranom investicionom portfoliu, gdje je:

- (1) uspostavljen balans između prinosa i rizika na granici efikasnosti,
- (2) obavezno korišćenje mjere tržišnih indeksa kao "benchmark"-a,
- (3) optimalno kreiranje portfolia od strane portfolio menadžera usmjereni prema tržištu,
- (4) efikasnost konkretnog portfolia u odnosu na performanse (prinos i rizik) nekog izabranog repornog portfolia, koji se uzima kao "benchmark",
- (5) razlika između prinosa, koji ostvari portfolio i prinosa koji ostvaruje uporedni portfolio (tržišni indeks), naziva se alfa portfolia.

Monitoring portfolia predstavlja kontinuiranu aktivnost, koja se fokusira na procjenu i praćenju devijacija portfolio performansi u odnosu na izabrani standard. Revizija se obavlja periodično na principu “cost-benefit“ analize sa ciljem stvaranja preduslova za rebalansiranje investicionog portfolia. Rebalansiranje portfolia se zasniva na kalkulisanju granične vrijednosti Sharpe-ovog indeksa za svaku investiciju. Ukoliko je marginalna vrijednost Sharpe-ovog indeksa investicije negativna, to ukazuje na njenu prodaju, a tako ostvarena sredstva se ulažu u hartije od vrijednosti sa pozitivnim marginalnim Sharpe-ovim indeksom.

Prilikom primjene strategija promjene strukture investicionog portfolia, treba imati u vidu činjenicu u vezi ograničenja investicione strategije, investicionog, institucionalnog i poreskog ograničenja. Investiciona ograničenja se svode na:

- (1) potrebu održavanja likvidnosti,
- (2) potreba generisanja prihoda ili ulaganja u druge alternative (zgrade, opremu, kadrove, i sl.),
- (3) vremenski horizont ulaganja gdje: duži vremenski horizont stavlja u prvi plan preuzimanje rizika, a kratkoročna ulaganja stavljaju u prvi plan nisko rizične hartije od vrijednosti, jer je vjerovatnoća generisanja kapitalnog dobitka ili poboljšanja performansi date hartije od vrijednosti izuzetno mala.

Kod institucionalnih i poreskih ograničenja treba imati u vidu činjenicu u vezi konstrukcije i rebalansiranja investicionog portfolia, koja podrazumijeva:

- (1) ograničenja vezana za ulaganje kapitala (“risk based capital requirement“ – RBCR),
- (2) definisanje pondera rizika za svaku vrstu aktive u rasponu od 0% za najmanje rizične ili bez rizika, do 100% rizika za najrizičnije alternative,
- (3) da proizvod pondera i vrijednost ulaganja daje aposolutnu vrijednost RBCR,
- (4) da se kuponski prinos i dividenda oporezuju,
- (5) da postoje specifični poreski režimi ulaganja u pojedine vrste osiguranja (penzijski planovi),
- (6) da stalno postoji poreski rizik (vjerovatnoća revizije stope i osnovice).

Pored navedenih ograničenja, postoje i određene specifičnosti pojedinih vrsta institucionalnih investitora. Tako, na primjer, osiguranje života ima pogodnije uslove za determinisanje optimalne investicione politike zbog veće vjerovatnoće predviđanja

primanja i izdavanja. Isto tako, regulativa unaprijed determiniše dopustive proporcije portfolia (minimizira učešća rizičnih hartija od vrijednosti, i sl.). Potrebno je imati u vidu i dodatne faktore, kao što su: tradicija, kultura, strukture portfolia u pojedinim ekonomskim i državnim sredinama. Zbog toga institucionalni investitori drže različite procenete alocirane aktive, kao na primjer:

- (a) u SAD drže prosječno 45% alocirane aktive u akcijama,
- (b) u Velikoj Britaniji akcije čine oko 72% vrijednosti alocirane aktive,
- (c) u Njemačkoj akcije učestvuju u strukturi portfolia sa svega 11%,
- (d) u Japanu akcije učestvuju negde oko 24% ukupne aktive.

## **2. STRATEGIJE INVESTITORA I UPRAVLJANJE RIZICIMA PRI IZBORU INVESTICIONIH FONDOVA**

### **2.1. Strategijski kriterijumi individualnog izbora investicionih fondova**

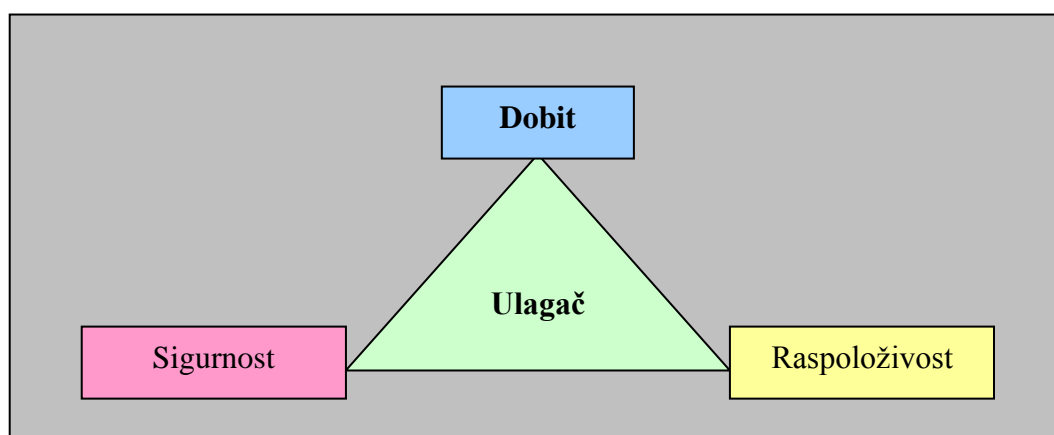
Izbor investicionog fonda od strane individualnog ulagača predstavlja prvi korak u procesu investiranja. Za izbor investicionog fonda važan je profil investitora. Izbor investicionog fonda zavisi od karakteristika investitora, odnosno od njegovog profila. Profil polazi od:

- (1) svrhe investiranja (odložena kupovina, dodatna penzija),
- (2) predviđenog vremena investiranja,
- (3) finansijskih mogućnosti investiranja,
- (4) spremnosti investitora da preuzme rizik,
- (5) godine starosti investitora,
- (6) ličnih prihoda investitora,
- (7) stila života investitora.

Nema sumnje, da su za ulagača finansijskih sredstava važne određene dimenzije “manevarskog prostora“, koje obuhvataju tri elementa:

- (a) raspoloživosti sredstava,
- (b) sigurnosti ulaganja sredstava,
- (c) mogućnost ostvarivanja dobiti.

Dimenzije “manevarskog prostora” prikazane su na sljedećoj slici br.1<sup>132</sup>.



Slika br. 1: Dimenzije “manevarskog prostora” ulagača pri izboru investicionih fondova

Pored raspoloživosti obima novčanih sredstava, odluke investitora o izboru jednog ili više investicionih fondova za investiranje, vezane su i za tip investitora. Tipovi investitora mogu se prikazati na sljedećem pregledu br.1.

Rb.	Karakteristike Investitora	Odnos prema prinosu i riziku
1.	Oprezan investitor	Sigurnost, minimalan rizik.
2.	Pragmatičan investitor	Sigurnost, ali i prinos. Manji rizik za veći stepen prinosa.
3.	Investitor naklonjen riziku	Primarni cilj je povećanje kapitala. Spremnost za viši nivo rizika uz očekivani prinos.

Pregled br. 1: Karakteristike investitora i odnos prema riziku i prinosu<sup>133</sup>

Treba istaći, da kod investitora treba razlikovati i različito ponašanje investitora u odnosu na životnu dob (godine života). Ne ponašaju se starije i mlađe osobe kao investitori na isti način. Starije osobe obično investiraju u sigurnije tj. manje rizične finansijske instrumente (obveznice), više žele komforan pristup i konstantan novčani tok. Za razliku od njih, mlađe osobe kao investitori obično žele uvećati svoju imovinu, pa strogo ulažu u rizičnije finansijske instrumente (akcije) i očekuju veći prinos, (što im omogućava rast vrijednosti ali i niske isplate dividende). Stepene rizika hartija od vrijednosti može se prikazati na sljedećem pregledu br. 2.

<sup>132</sup> Eling Martin: Investicioni fondovi-Inteligentno i racionalno investiranje, prevod, Akademska knjiga, Beograd, str. 172.

<sup>133</sup> Slović dr Slobodan: Teorija investiranja, VŠRBP-Beograd, 2011, str.106.



<b>Rb.</b>	<b>Stepen Rizika</b>	<b>Klase ulaganja</b>
1.	Bez rizika ili sa veoma malim rizikom	Hartije od vrijednosti na berzanskom novčanom tržištu, državne obveznice prvoklasnog boniteta, kratke do srednje ročnosti, notirane u eurima.
2.	Srednji rizik	Standardne akcije, državne obveznice dobrog kvaliteta notirane u eurima, sa dužim rokovima, obveznice preduzeća vrlo dobrog boniteta, notirane u eurima, konvertibilne obveznice.
3.	Visoki rizik	Obveznice niskog boniteta, obveznice u stranoj valuti, domaće i inostrane akcije malih vrijednosti, tehnološke vrijednosti, obveznice preduzeća niskog boniteta.
4.	Veoma visok rizik	Špekulativne obveznice ("junk bonds"), vrlo špekulativne obveznice ("penny stcks"), opcioni, devizni i terminski poslovi, kao i drugi derivati.

Pregled br. 2: Različiti stepen rizika pojedinih hartija od vrijednosti<sup>134</sup>

Navedeni pregled dosta detaljno prikazuje različite stepene rizika pojedinih vrsta hartija od vrijednosti od onih bez rizika ili sa veoma malim stepenom rizika (ali i sa niskim prinomom), pa do hartija od vrijednosti koje imaju srednji, visoki i veoma visoki stepen rizika. Pri tome treba istaći, da je nivo rizika povezan i sa nivom obećanih prihoda (tj. viši nivo rizika nudi i viši obećani prihod).

Za investitore je karakteristično da investiraju uz veoma jake motive ulaganja, koji se ogledaju u: (a) sigurnosti (diversifikacija investiranja u više akcija i obveznica), (b) profitabilnosti (dugoročno generisanje prinosa, rast vrijednosti po jedinici fonda i vrijednosti lične imovine), (c) likvidnosti (mogućnost unovčavanja svojih hartija od vrijednosti). Rizike i šanse pojedinih vrsta investicionih fondova mogu se prikazati na sljedećem pregledu br. 3.

<sup>134</sup> Eling Martin: Investicioni fondovi – Inteligentno i racionalno investiranje, prevod, Akademska knjiga, Beograd, 2013, str. 74.

Rb.	Vrsta fonda	Rizici	Ulagački horizont	Šanse	Važni faktori uticaja
1.	<b>Fond za novčano tržište</b>	Veoma mali	Kratkoročan	Neto prinosi koji su orijentisani na novčana tržišta	Kratkoročne kamatne stope na novčanim tržištima
2.	<b>Otvoreni fond za nekretnine</b>	Mali	Od srednjoročnog do dugoročnog	Manje konstantne zarade, neprekidan rast vrijednosti	Tržište poslovnih nekretnina i razvoj cijena zakupnina
3.	<b>Rentno-penzioni fond</b>	Od malih do visokih	Od srednjoročnog do dugoročnog	Konstantne zarade, neto prinosi koji su orijentisani na tržište kapitala	Kamatne stope, bonitet dužnika, valute
4.	<b>Mješoviti fond</b>	Od srednjih do visokih	Od srednjoročnog do dugoročnog	Mješavina dobiti od zarada i kursnih razlika	Težište ulaganja (pretežno akcije ili rente)
5.	<b>Krovni fond</b>	Od srednjih do visokih	Od srednjoročnog do dugoročnog	Mješavina dobiti od zarada i kursnih razlika	Težište ulaganja (pretežno akcije ili rente)
6.	<b>Fond akcija</b>	Od srednjih do vrlo visokih	Dugoročan	Zarade od dividendi i dobit od kursnih razlika	Razvoj preduzeća, situacija na tržištu, valute, konjunktura, kamatne stope
7.	<b>Alternativni investicioni fond</b>	Vrlo različiti	Od srednjoročnog do dugoročnog	Neto prinosi od posebne strategije ulaganja	Zavisno od finansijskih instrumenata

Pregled br. 3: Vrste fondova, rizika i šansi<sup>135</sup>

Upravo zbog naprijed navedenih karakteristika neophodno je posvetiti izuzetnu pažnju stručnom osposobljavanju i izboru portfolio menadžera fondova, kako bi se uz dato preuzimanje nivoa rizika iskoristile pozitivne šanse investiranja u hartije od vrijednosti.

Pored strategije upravljanja rizikom i performansama portfolia investicionog fonda, od velike važnosti su strategije pojedinca pri izboru investicionog fonda. Kada se vrše ulaganja novčanih sredstava. Smatra se, da pojedincu kao ulagaču nije ni malo lako, da napravi pravi izbor fonda u koji će uložiti svoj novac. Potrebno je voditi računa bar o tri

<sup>135</sup> Eling Martin: Investicioni fondovi – Inteligentno i racionalno investiranje, prevod, Akademska knjiga, Beograd, 2013, str. 162.

osnovne stvari na koje bi svaki ulagač trebao da istovremeno obrati pažnju prilikom ulaganja novca u investicioni fond, i to:<sup>136</sup>

- (a) prvo, treba da poznaje i da rasčisti sa vlastitim sklonostima ka riziku i ličnim ciljevima ulaganja,
- (b) drugo, pojedinac treba da poznaje strategije ulaganja novca u fondove i da zna kako da ih procjeni,
- (c) treće, potrebno je da te aktivnosti pojedinac uskladi da bi ostvario ciljeve ulaganja svog novca.

Da bi se ostvarili ciljevi pojedinca i poštovali navedeni kriterijumi, potrebno je izabrati jednu od sljedećih strategija, kao što su:

- (a) strategija: kupiti akcije ili obveznice i držati ih do dospelja,
- (b) strategija vremenskog podešavanja ulaska i izlaska,
- (c) strategija stilova investiranja u fondove,
- (d) strategija investiranja u trenutno favorizovane fondove,
- (e) strategija pravilnog miksa (mješavina) za kombinovano ulaganje.

Strategija kupiti akcije ili obveznice i držati ih do dospelja odnosi se na dugoročno zadržavanje akcija ili obveznica (ili strategija kupi i čekaj). To je u suštini pasivna strategija investicionog ulaganja i njena prednost je u komforu tj. takvo ulaganje ne zahtijeva mnogo vremena, a i troškovi ove strategije su neznatni. Ova strategija ima i rizika i nedostataka, posebno u fondovima akcija za vrijeme pada cijena akcija. Zato se preporučuje sukcesivno investiranje u akcije, a ne ulaganje veće svote novca u jednokratnom iznosu.

Strategija vremenskog podešavanja se koristi u otvorenim fondovima za nekretnine i fondovima za novčano tržište. Kod ove strategije se prinosi ne razlikuju mnogo od stopa na tržištu novca. Međutim, vrijeme ulaska i izlaska je veoma važno i to kod rentnih fondova i fondova akcija.

Strategija stilova investiranja ima posebnu važnost kod ulaganja novca u investicione fondove. U literature se navode dva najvažnija stila: (a) metod kalkulacije vrijednosti imovine (“value stil”), (b) metod dinamičnog porasta vrijednosti imovine (“growth stil”).

---

<sup>136</sup> Eling Martin: Investicioni fondovi – Inteligentno i racionalno investiranje, prevod, Akademski knjiga, Beograd, 2013, str. 207.

Prvi metod je orijentisan na stabilne i potcijenjene hartije od vrijednosti, dok je drugi metod orijentisan na one hartije od vrijednosti, koje imaju snažan i nadprosječan potencijal rasta.

Strategija investiranja u trenutno favorizovane fondove se smatra jednom od lošijih mogućnosti pri izboru fonda. Takvom izboru fonda često prethode raznovrsne liste performansi, kao što su top ili rang liste fondova, u kojima se navode podaci o razvoju fonda u nekom prošlom kratkoročnom ili srednjoročnom vremenskom intervalu. Važno je naglasiti, da nije racionalno birati fondove prema najvišem prinosu u prošlosti, već ih treba birati prema tome kakve će performance imati u budućnosti.

Strategija pravilnog miksa (mješavine) za kombinovano ulaganje se smatra najboljom strategijom ulaganja novca u investicione fondove. Ona podrazumijeva “uklapanje” ročnosti investicije, spremnosti na rizik i šanse za zaradu kada se vrši investiranje (u pravilnom rasporedu) u razne investicione fondove.

## **2.2. Strategijski elementi izbora početne pozicije ulaganja u investicione fondove**

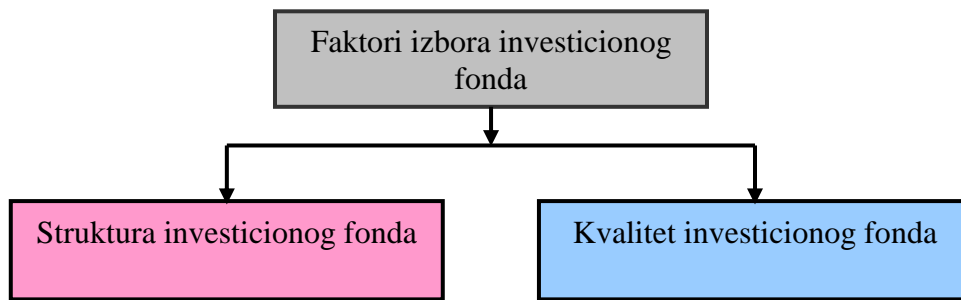
Prije izbora investicionog fonda, svaki pojedinac kao potencijalni ulagač u investicioni fond, treba da odredi svoju individualnu početnu poziciju, koja podrazumijeva:<sup>137</sup>

- (1) definisanje ličnih ciljeva ulaganja sopstvenog kapitala,
- (2) ocjenu ili predviđanje vremenskog trajanja ulaganja kapitala,
- (3) ocjenu sopstvene sklonosti prema riziku, tj. preuzimanju rizika,
- (4) definisanje i izvršenje izbora sopstvene strategije ulaganja kapitala.

Početna pozicija predstavlja polaznu osnovu za izbor odgovarajućeg investicionog fonda. Ključni element ove startne pozicije treba da bude na umu investitoru da se radi o ulaganju sopstvenih novčanih sredstava, koje treba da su što sigurnije i racionalnije uložena, da bi se ostvarila dobit. Pravilan izbor fonda je veoma važan iz prostog razloga, što postoje i manje dobri, pa čak i loši investicioni fondovi. Polazeći od faktora početne pozicije izbora investicionog fonda, treba respektovati sljedeće dvije činjenice: (a) strukturu investicionog fonda, (b) kvalitet investicionog fonda, i isto se može prikazati na sljedećoj slici br. 2.

---

<sup>137</sup> Eling Martin: Investicioni fondovi – Inteligentno i racionalno investiranje, prevod, Akademski knjiga, Beograd, 2013, str. 223.



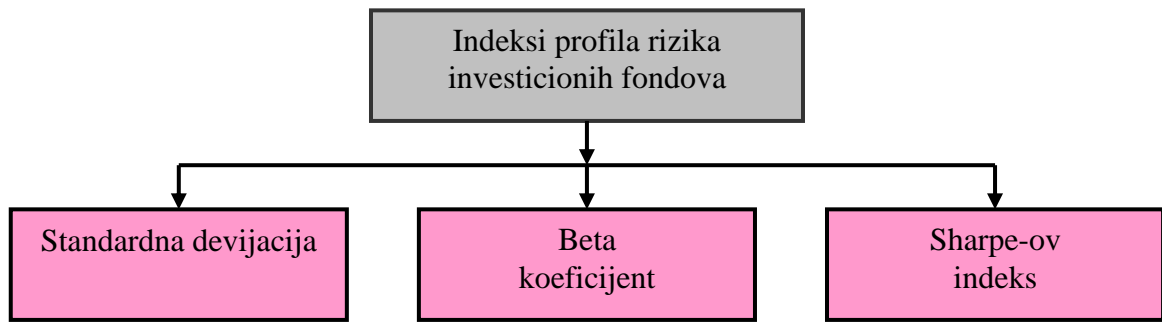
Slika br. 2: Važni faktori pozicije izbora investicionog fonda

Struktura investicionog fonda ili hartije od vrijednosti u koje fond investira, najbolje se mogu vidjeti iz prospekta investicionog fonda, koji sadrži konkretan spektar investicija (u šta investicioni fond investira i strukturu ulaganja). To omogućava procjenu odnosa šansi prema riziku (profil rizika), kao i klasifikaciju fonda. Informacije o strukturi investicionog fonda se mogu dobiti i iz periodičnih knjigovodstvenih izveštaja (periodičnih obračuna) i iz tzv. referentnih lista fondova (“fund-fact-sheets”), kao i iz skraćenog profila fondova o naknadama, tržištu ulaganja i iz razvoja vrijednosti (tj. o performansama).<sup>138</sup>

Kvalitet investicionog fonda se mjeri razvojem vrijednosti ili ostvarenim performansama tokom određenog perioda poslovanja. Smatra se, da performanse i rang liste ne treba da budu jedini kriterijum za izbor investicionih fondova. Indeksi performansi investicionih fondova ne uzimaju u obzir ni različite stilove i strategije upravljanja, niti rizik svakog fonda. Rizik se iskazuje u volatilnosti (“volatinitly”), odnosno u rasponu oscilacije cijena akcija unutar određenog vremenskog intervala. Volatilnost postaje mjerilo učestalosti i snage oscilatornih kretanja na tržištu kapitala. Što su oscilacije veće, to je fond rizičniji i obrnuto.

Treba istaći, da u praksi investicionih ulaganja postoji odnos između visine rizika i visine mogućih neto prinosa hartija od vrijednosti. Ovaj odnos se naziva odnosom šansi prema riziku ili profil rizika. Odnos rizika i šansi za dobar neto prinos od hartija od vrijednosti može se mjeriti jedino u homogenim grupama investicionih fondova. Rezultat se izražava i prikazuje u tzv. indeksima ili koeficijentima. Najpoznatiji indeksi su: (a) standardna devijacija (ili odstupanje), (b) beta koeficijent, (c) Sharpe-ov indeks ili racio.

<sup>138</sup> Danas se informacije mogu dobiti i preko internet stranica agencija za vrednovanje fondova “Morningstar” ([www.morningstarfunds.de](http://www.morningstarfunds.de)).



Slika br. 3: Najpoznatiji indeksi mjerenja rizika performansi investicionih fondova

Naprijed prezentovani indeksi služe da bi se utvrdilo, da li je profil rizika nekog investicionog fonda relativno povoljan ili nepovoljan. Dugoročno gledano, viši neto prinosi hartija od vrijednosti, uz manja odstupanja cijena akcija nego u datoj “peer“ grupi fondova, daju dobru vrijednost indeksa i obrnuto.

- (a) Standardna devijacija ili standardno odstupanje je procentualni obim promjena cijena akcija izražen prema nekom tržištu ili nekoj srednjoj vrijednosti unutar određenog vremenskog intervala. To odstupanje pokazuje, koliko se konstantno kreću cijene akcija nekog investicionog fonda.
- (b) Beta faktorom se mjeri osjetljivost (senzibilnost) investicionih fondova u odnosu na kretanje tržišta ili neku drugu srednju vrijednost. Beta faktor tržišta ili srednje vrijednosti, uvijek je jednak jedinici. Ako je beta faktor nekog investicionog fonda veći od jedan, fond zarađuje bolje na tržištu kada je u ekspanziji (porastu), a lošije na tržištu kada je isto u recesiji. Isto važi i obrnuto, tj. ako je beta faktor manji od jedan.
- (c) Sharpe-ov indeks izražava neto prinose hartija od vrijednosti po jedinici rizika. Što je indeks rizika veći, to je bolji i prilagođeniji riziku rasta performansi (razvoja vrijednosti) nekog fonda. Ako su indeksi ili koeficijenti u više fondova između 1,4 i 0,6 onda je 0,6 u tom slučaju najbolja vrijednost. Sharpe-ov indeks je prilagodljiv za upoređivanje fondova sa istim težištem ulaganja. Pomoću ovoga indeksa moguće je provjeriti koji investicioni fond ostvaruje, odnosno postiže najbolje performanse (vrijednost). Na taj način se dobija još jedan koristan kriterijum za izbor investicionog fonda.

Pored navedenih pozitivnih karakteristika, navedeni indeksi ili koeficijenti imaju i jedan veliki nedostatak, jer se odnose na prošlost, a izbor investicionog fonda treba da se vrši za budućnost. Ovi indeksi mogu da ukažu na korisne pokazatelje za budućnost, tj. moguću

tendenciju budućih promjena rizika nekog investicionog fonda. Pored izbora investicionog fonda, važno je izvršiti i izbor društva za ulaganje u investicione fondove. Ako se bira ili treba da se izvrši izbor društva tada bi trebalo izabrati društvo za ulaganje, koje ima: (a) dobar ugled, (b) široku paletu finansijskih instrumenata važnijih vrsta fondova. Dobar ugled podrazumijeva, da društvo nudi više vrsta fondova sa kvalitetnim finansijskim instrumentima, da ima dobru uslugu i da njihove naknade nisu prevelike.

### **2.3. Strategije vrednovanja investicionih fondova u postupku ulaganja**

Pri izboru fondova od strane investitora mogu se koristiti ocjene agencija za vrednovanje fondova. U SAD-e je to, pored ocjene emitenata finansijskih instrumenata, jedan od odlučujućih kriterijuma za investiranje. Profesionalno i nezavisno vrednovanje investicionih fondova i njihov rejting se odlikuje time, što se ne ocjenjuju samo performanse i oscilacije fondova, nego i njihova konstantnost prinosa, kao i ponašanje prema riziku u odnosu na uporedive fondove. Važan zadatak takvih rejtinga jeste, da se sačini razlika između investicionih fondova sa slučajno ostvarenim performansama i onih koji u okviru "peer" grupe, kontinuirano ostvaruju nadprosječno dobre prinose. Najvažniji kriterijumi su performanse i rizici.

Najpoznatije agencije za ocjenu rejtinga investicionih fondova su: Standard & Poor's (S&P) i Morningstar. Evidentno je da ove obadvije agencije vrše stalnu ocjenu oko 3.000 investicionih fondova. Pored njih, poslovanje investicionih fondova ocenjuju i druge agencije, kao što su: Feri Trust, Lipper, Moody's (javne fondove nekretnina i rentne fondove). Za ulagače (investitore) najvažnije su ocjene agencija S&P-a i Morningstar-a, iako imaju različite koncepte za ocjenjivanje investicionih fondova. U vrednovanju investicionih fondova postoje dva različita metoda rada i to: (a) kvantitativno vrednovanje ili rangiranje fondova, i (b) kvalitativno vrednovanje fondova ili rejting fondova.<sup>139</sup>

Kvantitativno vrednovanje investicionih fondova oslanja se isključivo na istorijske podatke. Prvo se konstituišu "peer" grupe, u kojima se fondovi dijele na kategorije, pa se zatim fondovi iz svake grupe analiziraju i međusobno upoređuju po performansama i riziku u različitim vremenskim intervalima. Agencije pri tome različito vrednuju odnose njihovih performansi prema riziku. Podaci se uzimaju za protekli period od tri godine (S&P i Morningstar), dok agencija Feri Trust uzima podatke za period od pet godina. Pored






---

<sup>139</sup> Eling Martin: Investicioni fondovi – Inteligentno i racionalno investiranje, prevod, Akademska knjiga, Beograd, 2013, str. 232-234.

navednih, postoje i dodatni kriterijumi kvantitativnog rejtinga (različito po agencijama), uzimaju se rezultati u odnosu na “benchmark”, struktura portfolia, očuvanje supstance kapitala, pošto se isti zasnivaju samo na brojevima i matematičkim računima.

Kvalitativno vrednovanje investicionih fondova ili kvalitativni rejting uzima u obzir i subjektivne faktore, kao što su: kvalitet menadžmenta fondova, način donošenja odluka u investicionom procesu i sposobnost nekog društva za ulaganja u investicione fondove. Pri kvalitativnom vrednovanju i ocjenjivanju fondova polazi se od: kvantitativnog rejtinga i subjektivnih informacija. Ovaj metod je zbog toga mnogo skuplji, traži vrijeme i posebno plaćanje, zato se daleko manje primjenjuje u praksi.

Rejting agencija S&P Fund Management Rating radi naprijed navedena dva rejtinga. Takozvani “star rating” je čisto kvantitativni rejting i zasniva se na istorijskim podacima. Agencija S&P prilikom vrednovanja “dodjeljuje” fondovima od jedne do pet zvjezdica. Više zvjezdica znači bolja ocjena rejtinga. Rejting se određuje za skoro sve vrste investicionih fondova, kao što se to prikazuje u pregledu br.4.

Rb.	Broj zvjezdica	Definisanje rejtinga
1.		Vrlo visoka uvjerljivost, da menadžment može konzistentno generisati rizikom adžastirani prinos fonda u odnosu na liniju relevantnih ciljeva i u odnosu na “peer” grupu.
2.		Visoka uvjerljivost, da menadžment može konzistentno generisati rizikom adžastirani prinos fonda u odnosu na liniju relevantnih ciljeva i u odnosu na “peer” grup.
3.		Uvjerljivost, da menadžment može generisati rizikom adžastirani prinos fonda u odnosu na liniju relevantnih ciljeva i u odnosu na “peer” grup.
4.		Nedovoljna uvjerljivost, da menadžment može generisati rizikom adžastirani prinos fonda u odnosu na liniju relevantnih ciljeva i u odnosu na “peer” grup.
5.		Visoka uvjerljivost, da menadžment ne može generisati rizikom adžastirani prinos fonda u odnosu na liniju relevantnih ciljeva i u odnosu na “peer” grup.

Pregled br. 4: Definisanje rejtinga i broj zvjezdica pri ulaganju<sup>140</sup>

<sup>140</sup> [www.asic.gov.au/asik](http://www.asic.gov.au/asik)



Kvalitativni rejting agencije S&P je manje poznat i radi se samo po posebnom ugovoru i primjenjuje se samo na investicione fondove, koji prethodno imaju dobre ocjene u kvantitativnom rejtingu. Kvalitativne ocjene se daju kao: jedan A za dobre, dva AA za vrlo dobre, tri AAA za izuzetno dobre investicione fondove.<sup>141</sup>

Agencija Morningstar<sup>142</sup> vrši samo kvantitativno rangiranje investicionih fondova. Ocjene se zasnivaju na riziku, neto prinosima hartija od vrijednosti i troškovima, uvijek u odnosu na neku evropsku “peer” grupu investicionih fondova. Performanse i rizik uvijek podjednako utiču na ocjene rejtinga. Smatra se, da je prednost ove agencije u istinskoj homogenosti “peer” grupe koja služi za poređenje.

Još jednom treba istaći, da se navedeni rejtinzi odnose na prošlost i zato dobra ocjena ne mora da bude siguran putokaz ni za kupovinu ni za prodaju, niti da je fond racionalan. Ipak, ocjenjivanja, odnosno vrednovanja fondova i pored svih nedostataka, pruža izvjesnu orijentaciju svakom ulagaču prilikom analize i izbora pojedinog investicionog fonda.

#### **2.4. Strategijski i operativni sadržaj prospekata investicionih fondova**

Prospekt investicionog fonda predstavlja zvanični strateški dokument, koji javno objavljuje važne informacije o poslovanju dotične kompanije. Prospekt je posljednjih godina pojednostavljen, s tim da se isti ažurira najmanje jednom godišnje. Prospekt sadrži bitne informacije strateškog i operativnog karaktera, koje su namijenjene potencijalnim investitorima o emitentima hartija od vrijednosti. Prospekt treba da je jasan, razumljiv i da se lako čita. Ako investitori žele dodatne informacije, tada informacije objavljuju investicione kompanije, kao dio “B” prospekta. Prospekt se po pravilu, odnosi samo na jedan fond, ali može se odnositi i na više investicionih fondova.

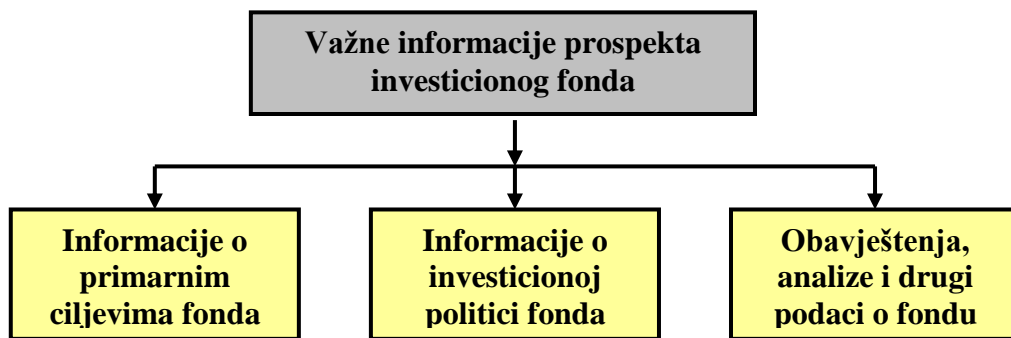
Osnovni strateški elementi prospekta investicionog fonda mogu se sažeti u sljedeće grupe, najvažnih strateških informacija za svoje akcionare, kao što su:

- (a) informacije o ciljevima fonda,
- (b) informacije o investicionoj politici fonda,
- (c) informacije o ograničenjima, analizama i drugim važnim podacima i elementima investicionog fonda. Isto se ilustruje na sljedećoj slici br.4.

---

<sup>141</sup> Po ovom metodu, S&P agencija je ocjenila oko 400 investicionih fondova u Njemačkoj.

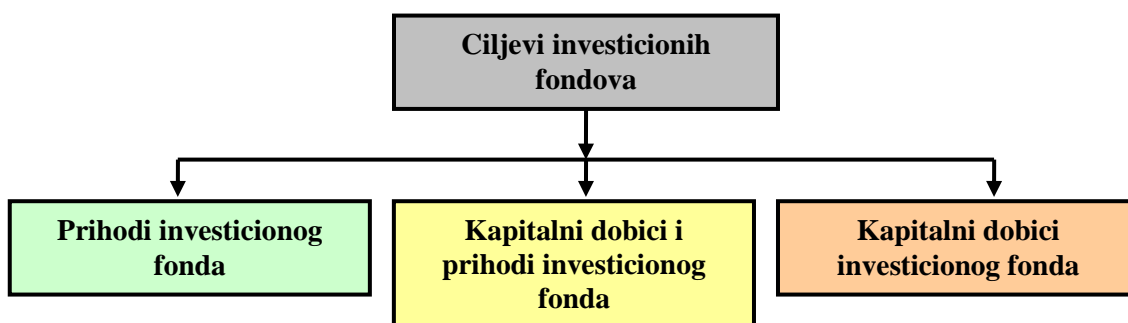
<sup>142</sup> Sjedište ove Agencije je u SAD.



Slika br. 4: Informacije koje su sastavni dio prospekta investicionog fonda

U praksi su prisutni slučajevi, da nekoliko srodnih investicionih fondova, unutar iste menadžment kompanije koriste isti prospekt.<sup>143</sup>

Investicioni ciljevi fonda, mogu se u osnovi podijeliti u tri grupe: (1) prihodi, (2) kapitalni dobiti i prihodi, (3) kapitalni dobiti. Isto se ilustruje na sljedećoj slici br.5.



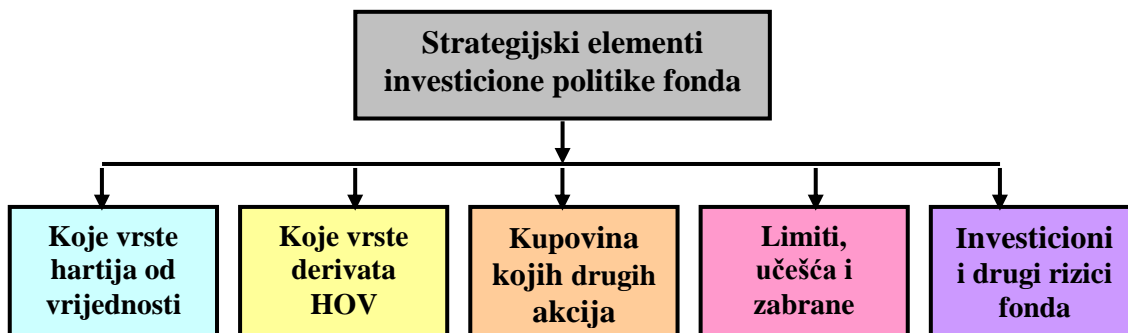
Slika br. 5: Investicioni ciljevi karakteristični za investicione fondove

Ovi ciljevi se jasno navode za neki određeni fond i naglašavaju superiornost izabranog cilja u odnosu na neke druge ciljeve i vrste fondova.

Investiciona politika, koja se odnosi na strukturu portfolia fonda, treba da se poštuje na duži vremenski rok. To podrazumijeva, da u prospektu treba jasno navesti hartije od vrijednosti, koje će fond držati u svom portfoliu i pod kojim uslovima. Takođe, određuje se politika trgovine sa finansijskim derivatima (u kom obimu ulaziti u trgovinu opcijama, varantima, fjučersima i forvardima). U dijelu kod investicione politike, sadržane su informacije o investicionoj politici, radi stava: da li fond kupuje akcije drugih fondova. Ako fond kupuje akcije drugih fondova, tada treba navesti koje su to akcije (domaće ili inostrane).

<sup>143</sup> I prospekt investicione kompanije treba, kao i prospekt investicionog fonda, treba da sadrži informacije od strategijskog značaja i to o: (a) investicionim ciljevima fonda, (b) investicionoj politici fonda, (c) investicionim ograničenjima fonda.

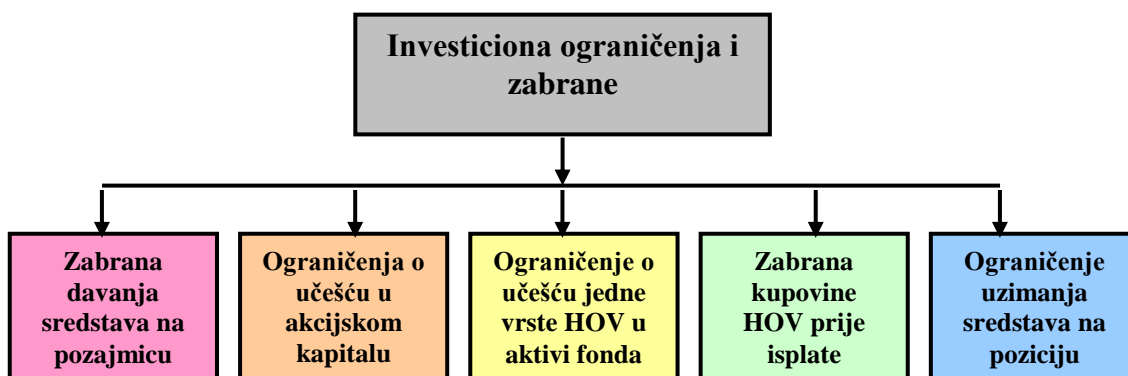
Sadržinu strategijskih elemenata investicione politike fondova može se ilustrovati na sljedećoj slici br.6.



Slika br. 6: Osnovni elementi investicione politike fondova

Investiciona ograničenja se preciznije određuje, da bi investitori imali pravu informaciju šta je to što fond ne smije činiti. Ta se ograničenja uglavnom odnose na:

- (a) zabranu davanja sredstava na pozajmicu,
- (b) na procenat učešća fonda u akcionarskom kapitalu emitenta,
- (c) na učešće jedne vrste hartije od vrijednosti u ukupnoj aktivi fonda,
- (d) na zabranu kupovine hartija od vrijednosti prije isplate,
- (e) na ograničenja uzimanja sredstava na poziciju i slično, što ilustruje sljedeća slika br.7.



Slika br. 7: Investiciona ograničenja kod investicionih fondova

Pored navedenih strategijskih elemenata, u prospektu fonda ili investicione kompanije, postoje i njegovi operativni elementi. Operativni sadržaj prospekta investicionog fonda odnosi se na elemente koji se mogu koristiti u operativne svrhe i uglavnom su to: (a) transakcioni troškovi akcionara i struktura poslovnih rashoda fonda koji se daju u obimu tzv. tabele provizija, (b) finansijska istorija fonda, koja se zasniva na podacima o prihodima po akciji, kretanju vrijednosti kapitala i tabelom poslovnih stopa, (c) detaljna analiza investicionog rizika portfolia fonda, gdje se pored tržišnog rizika analiziraju i: valutni, politički, ekonomski, zakonski i drugi rizici, (d) usluge koje investicione

kompanije nude svojim korisnicima, (e) savjetnik fonda, (f) ime nezavisnog povjerenika, (g) spisak isplaćenih dividendi.

Sa sadržajem portfolio strategije i portfolio strukture, investiciona kompanija je dužna da upozna potencijalne investitore, da bi isti imali uvida u rizike koje nosi ulaganje u akcije fonda. Investiciona kompanija je dužna i da upozna investitore, da ulaganja u akcije fonda nisu obligacije i da za njih nema bilo kakvih drugih garancija, iza kojih stoje banke ili neka druga finansijska institucija.

Obavještenja o kupovini i prodaji akcija, prezentuju metod izračunavanja vrijednost NAV, te se pri tome navodi minimalni iznos kupovine akcija, minimalni naredni ulozi na već otvoreni račun i proviziju, koje se primjenjuju pri kupovini i prodaji akcije. Objašnjavaju se načini na koji se nude akcije<sup>144</sup>. Takođe se daju objašnjenja na koji način se kupuju akcije od investitora i kako akcionari mogu prodati svoje akcije fondu. Prodaja akcija i njihov transfer može se vršiti putem mreže dilera, elektronskim žirlnim isplatama, telefonom, ispisivanjem čekova ili zamjenom za akcije drugog fonda.

Usluge, koje investicione kompanije nude svojim akcionarima odnose se na: mogućnost kontinuiranog informisanja, mijenjanje fondova unutar menadžment kompanija, automatsko reinvestiranje i automatsko povlačenje sredstava, automatski investicioni plan, automatsko kontinuirano investiranje sa bankarskog računa, otvaranje penzionog računa i izvještavanje o rezultatima. Podaci za savjetnika fonda i njegove provizije, pri čemu se navode podaci za vlasništvo savjetnika fonda, njegove veze sa povjerenikom, posrednikom transfera i pokroviteljom fonda. Navodi se ime i prezime nezavisnog povjerenika, posrednika transfera i posrednika za isplatu dividende. Takođe se navodi i spisak isplaćenih dividendi, kapitalnih dobitaka kao i analiza uticaja poreskih efekata na investitora.

Svaki prospekt fonda treba da sadrži sve navedene informacije, da bi pružio pravu sliku potencijalnim investitorima o bonitetu fonda. To još uvijek ne znači, da se potencijalni investitori ne treba detaljnije upoznati sa mnogobrojnim rizicima investiranja u hartije od vrijednosti raznovrsnih investicionih fondova. Zato je potrebno detaljnije sagledati vrste rizika i njihovo dejstvo u okviru investicionih fondova.

---

<sup>144</sup> Kupovina može da se realizuje preko mreže dilera, preko institucije, direktno preko fonda ili pak na neki drugi način.

### **3. STRATEGIJE UPRAVLJANJA PORTFOLIO RIZIKOM PRINOSA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI INVESTICIONIH FONDOVA**

#### **3.1. Portfolio strategije upravljanja rizikom prinosa i alokacija sredstava**

S obzirom da u domaćim uslovima poslovanja još nije dovoljno razvijeno finansijsko tržište,<sup>145</sup> normalno je, da je tržište hartija od vrijednosti i poslovanje “holdera“ hartija od vrijednosti (kao što su na primjer, fondovi, banke ili druge institucije) još uvijek dosta skromno. Poslovanje sa hartijama od vrijednosti od strane fondova, kao “holdera“ hartija od vrijednosti u razvijenim tržišnim privredama može dati pravu, odnosno realnu sliku držanja i poslovanja ovog portfolia. Portfolio hartija od vrijednosti u investicionim fondovima sastoji se od raznih vrsta hartija od vrijednosti emitovanih od strane raznih emitenata, posebno od “sigurnijih hartija od vrijednosti“, kao što su emitovane hartije od strane federalne vlade, lokalne vlade ili neke korporacije. Uloga portfolia hartija od vrijednosti investicionih fondova jeste, da generiše prihode u obliku: prihoda od kamata, kapitalnih dobitaka i provizija za pružanje investicionih usluga.

Portfolio hartija od vrijednosti investicionog fonda, kao “holdera“, nosi sa sobom i određene vrste rizika, kao što su:

- (1) kreditni rizik,
- (2) rizik kamatne stope, i
- (3) rizik likvidnosti.

Mada je poznato, da je kreditni rizik minimalan kod hartija od vrijednosti emitovanih od strane Vlada (na primjer: od strane federalne vlade u SAD, pa se one i nazivaju “risk-free“), obligacije država i lokalnih vlada (zovu ih “municipal obligations“), imaju razne stepene rizika, odnosno propusta u plaćanju obaveza (“default risk“). I pored toga što je stopa propusta u plaćanju obaveza relativno mala, rizik likvidnosti i rizik kamatne stope čine bitne komponente upravljanja rizikom portfolia investicionih fondova.<sup>146</sup>

---

<sup>145</sup> Misli se prvenstveno na tržište Bosne i Hercegovine, ali i na tržišta svih drugih bivših Republika SFR Jugoslavije.

<sup>146</sup> Joseph F. Sinkey, Jr.: Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry, Third Edition, MacMillan Publishing Company, New York, 1989, str. 441.

Menadžment investicionog portfolia ili portfolia hartija od vrijednosti u investicionim fondovima se odvija kao aktivna i pasivna menadžment strategija portfolia hartija od vrijednosti.<sup>147</sup> Aktivni menadžment portfolia hartija od vrijednosti se definiše kao set investicionih odluka menadžera koji se zajednički uključuju u tekuću praksu špekulacija buduće kamatne stope i obezbjeđuju dilerske i tržišne usluge. Špekulisanje sa kretanjima kamatne stope se manifestuje u aktivnom trgovanju hartijama od vrijednosti, suprotno od strategije kupi i čekaj (“buy and hold strategy”).

Pasivna menadžment portfolia strategija hartija od vrijednosti je relativno manje aktivna i “dozvoljava” rebalansiranje radi prilagođavanja promjenama nastalim na tržištu. Prema tome, ako tržišni uslovi rezultiraju u portfolia poziciji nekonzistentno sa investicionim ciljevima banke, portfolia treba da bude prekomponovan, bilo da je u pitanju aktivna ili pasivna menadžment strategija portfolia hartija od vrijednosti. U bilansu, pasivni investicioni menadžment može biti posmatran kao aktivna menadžment špekulacija i dilerska aktivnost.

Korišćenje aktivnog i pasivnog menadžmenta od strane fonda zavisi i od stanja na tržištu, pošto je kretanje na tržištu podložno cikličnim kretanjima, odnosno periodima kada cijene određenih hartija od vrijednosti imaju tendenciju rasta ili periodima, kada cijene određenih hartija od vrijednosti imaju tendenciju pada. Periodi sa rastućim cijenama poznati su kao tržište bikova (“bull market”), a periodi sa opadajućim cijenama hartija od vrijednosti poznati su kao tržište medvjeda (“bear market”).<sup>148</sup>

Aktivna i pasivna menadžment strategija investicionog portfolia fonda omogućava, da se diversifikacijom investicionog portfolia hartija od vrijednosti izvrši smanjenje rizika dotičnog portfolia. Treba istaći da se može smanjiti samo ne sistemski rizik, dok sistemski rizik (kao posljedica spoljnih tržišnih faktora), se ne može smanjiti.

Posebnu pažnju svaki “holder” hartija od vrijednosti treba da posveti upravljanju, odnosno alokaciji sredstava u svom portfoliu hartija od vrijednosti. U okviru aktivnosti alokacije

---

<sup>147</sup> Ibidem, str. 442-444.

<sup>148</sup> Richard Saul Wurman, Alan Siegel and Kenneth M. Morris: The Wall Street Journal – Guide to Understanding Money and Markets, An AccessPress Publication, New York, 1990, str. 34-35.

sredstava, posebno se izdvajaju tri vrste alokacije, koje su saglasne određenim planiranim ciljevima, što prikazuje sljedeći pregled br. 1:<sup>149</sup>

<b>Vrsta alokacije sredstava</b>	<b>Ciljevi i politike investiranja</b>
<b>1. Strategijska alokacija sredstava</b>	Utvrđivanje politike miksa konzistentnog sa dugoročnim portfolio ciljevima.
<b>2. Taktička alokacija sredstava</b>	Dodatna vrijednost. Oportunistički odgovor na mjenjanje uzorka vrijednosti. Kupuj jeftino, prodaj skupo.
<b>3. Portfolio osiguranje</b>	Zaštita protiv neprihvatljivih performansi. Prodaj jeftino, kupuj skupo.

Pregled br. 1: Vrste ciljevi alokacije sredstava

Strategijska alokacija raspoloživih sredstava ili aktive fonda, sastoji se od korišćenja jednog određenog broja prihvatljivih strategija na duži rok. To podrazumijeva utvrđivanje ciljne strukture portfolia, koja je saglasna dugoročnim portfolio ciljevima. Cilj je da se oblikuje normalni profil portfolio rizika, da bi se ostvarili dugoročni ciljevi fonda. Taktička alokacija je znatno dinamičnija u odnosu na strategijsku alokaciju. Cilj donošenja taktičkih odluka alokacije sredstava su performanse fonda. Kod portfolio osiguranja se nastoji, da se zaštititi investicioni portfolio od nepredviđenih rizika preko ponovnog oblikovanja, odnosno reoblikovanja i distribucije.

Za svakog “holdera” posebnu važnost ima struktura investicionog portfolia. Strukturu investicionog portfolia investicionih fondova čine hartije od vrijednosti, koje se mogu podijeliti u tri grupe:

- (1) investiranje u hartije od vrijednosti, koje čine likvidni dio portfolia,
- (2) investiranje u hartije od vrijednosti, koje čine prihodni dio portfolia,
- (3) investiranje u hartije od vrijednosti, koje čine trgovački dio portfolia.

Ulaganje u likvidne hartije od vrijednosti predstavljaju važan faktor likvidnosti fonda, radi njegove svakodnevne operativnosti, tj. kupovine određenih ponuđenih hartija od vrijednosti i isplate za njihovu kupovinu. Investiranjem u prihodne hartije od vrijednosti obezbjeđuju se nužni prihodi za pozitivno poslovanje fonda, odnosno rast vrijednosne

<sup>149</sup> Robert D. Arnott and Roger G. Clarke: Active Asset Allocation, u knjizi: Portfolio & Investment Management - State of the Art Research, Analysis and Strategies, Editor: Frank J. Fabozzi, Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1989, str. 34.

jedinice fonda. Investiranje u hartije od vrijednosti koje čine trgovački dio fonda, koji je karakterističan za banke, obezbjeđuju se hartije od vrijednosti kojima se trguje na finansijskom tržištu, koristeći povoljna kretanja kamatnih stopa i drugih tržišnih faktora radi sticanja dodatnih prihoda i zarade (dobiti fonda).

Zato kod komponovanja strukture porfolia hartija od vrijednosti posebnu pažnju treba obratiti na:

- (1) kvalitet hartija od vrijednosti,
- (2) gransku strukturu, odnosno diversifikovanost hartija od vrijednosti,
- (3) ročnu strukturu hartija od vrijednosti,
- (4) geografsku strukturu, i
- (5) razuđenost tipova i oblika hartija od vrijednosti.

Konačno, cilj upravljanja portfoliemi hartija od vrijednosti i njegovom strukturom, jeste ostvarenje većeg profita ili zarade fonda.<sup>150</sup> Opšti cilj menadžmenta koji upravlja portfoliomi hartija od vrijednosti jeste da doprinese zajedno sa upravljanjem likvidnosti, kreditiranjem, kapitalom i porezima, maksimiziranje bogatstva akcionara. Primarne komponente portfolio rizika su devijacije u očekivanom prinosu “proizvedenom” kretanjima u kamatnim stopama, propustima (“default risk”) u plaćanjima kamate i glavnice i ne anticipiranom inflacijom. Ovim rizicima se upravlja diversifikovanjem portfolia uzimajući sa respektom vrste hartija od vrijednosti, vrste emisija, dospjeća i ciklični proračun vremena kupovine i prodaje hartija od vrijednosti. Zato se smatra da je portfolio hartija od vrijednosti za svakog “holdera”, jedan važan izvor prihoda, likvidnosti i diversifikacije njegovih sredstava.<sup>151</sup>

### **3.2. Portfolio strategije upravljanja dospjećem u investicionom fondu**

Kada se formira investicioni portfolio i kada se izvrši izbor obveznica prema uslovima i kriterijumima poslovne politike fonda, tada predstoji pitanje raspodjele obveznica, odnosno njihovog učešća u investicionom portfoliu tokom vremena. To znači, da fond treba da odluči, koje će obveznice kupiti analizirajući njihova dospjeća: kratkoročne ili dugoročne, ili neku njihovu kombinaciju. U vezi sa tim problemom, razvijeno je nekoliko

---

<sup>150</sup> John Ward Logan: *Managing the Investments Portfolio of the Bank*, u knjizi: *The Bankers' Handbook*, Third Edition, Edited by: William H. Baughn, Thomas I. Storrs and Charls E. Walker, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, 1988, str. 532-545.

<sup>151</sup> Duane B. Graddy and Austin H. Spencer: *Managing Commercial Banks - Community, Regional and Global*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1990, str. 310.



strategija raspodjele dospjeća i kombinacija tih strategija unutar investicionog portfolia, kao što su:<sup>152</sup>

- (1) strategija merdevina ili skala,
- (2) strategija dospjeća kredita (početak ulaganja),
- (3) strategija dospjeća kredita (završetak ulaganja),
- (4) strategija “barbell” kao kombinacija dospjeća kredita,
- (5) strategija očekivanja kretanja kamatnih stopa.

Svaka od navedenih strategija upravljanja sa dospjećem u okviru investicionog portfolia fonda, daje određene poslovne efekte i ima određene prednosti i nedostatke.

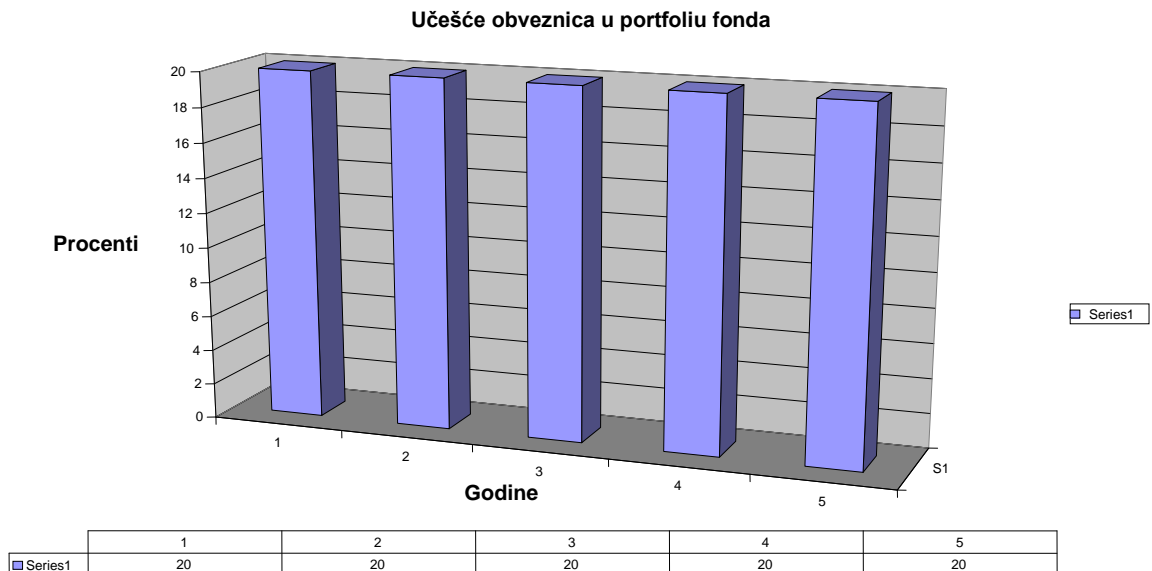
Strategija merdevina (“skala”) ili razmaknutih dospjeća se zasniva na podjeli investicionog portfolia na jednake veličine u okviru i između svih dospjeća prihvatljivih za fond. Prednosti ove strategije su:

- (a) smanjenje fluktuacije prihoda od ulaganja u obveznice kao hartije od vrijednosti,
- (b) lako sprovođenje u praksu,
- (c) ne zahtjeva visoku stručnost u ovom poslu.

To je strategija izbora maksimalno prihvatljivog dospjeća. Dakle, radi se o investiranju u jednaku proporciju obveznica u svakom od nekoliko intervala dospjeća, i isto se sprovodi sve do postizanja maksimalnog dospjeća. Ova strategija se može ilustrovati i primjerom. Ako menadžment fonda odluči da investira u obveznice, čiji je rok kraći od pet godina i da investira 20% u obveznice sa dospjećem do jedne godine, 20% obveznica dospjeća unutar roka od jedne do dvije godine, investiranje će se vršiti sve dok se ne dostigne dospjeće vrijednosti obveznica unutar treće, četvrte i pete godine. Isto se može prikazati na ilustrovanom grafičkom primjeru br.1:

---

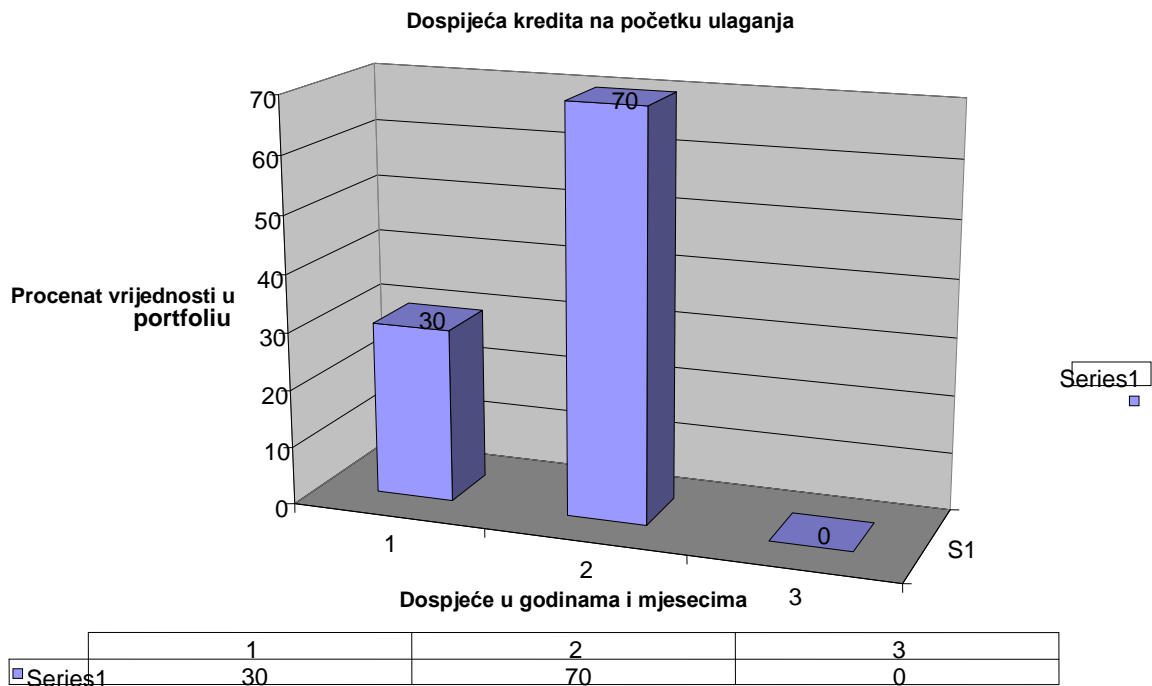
<sup>152</sup> Peter S. Rose: Menadžment komercijalnih banaka, četvrto izdanje, prevod, Mate Zagreb, 2003, str. 334-336.



Grafički prikaz br. 1: Izbor strategije maksimalno prihvatljivog vremena dospijea

Strategija maksimalno prihvatljivih dospijea spada u jedan od najpopularnijih pristupa rješavanju problema dospijea obveznica. Poznato je da ova strategija ne doprinosi maksimiziranju prihoda investicija, ali je njena prednost u smanjenju fluktuacije prihoda i ne zahtjeva previše stručne investitore. Pored toga, ovu strategiju karakteriše fleksibilnost, jer omogućava pretvaranje nekih obveznica u gotovinu (u likvidni novčani oblik).

Strategija dospijea kredita predstavlja strategiju, koja se razvila pored navedene strategije “merdevina”. Ova strategija se smatra drugom popularnom strategijom u ovim poslovnim investicionim aktivnostima. Suština ove strategije odnosi se na kupovinu kratkoročnih obveznica upravo radi održavanja likvidnosti investicionog fonda. Strategiju dospijea kredita tj. početka ulaganja može se prikazati na grafičkom primjeru broj: 2.

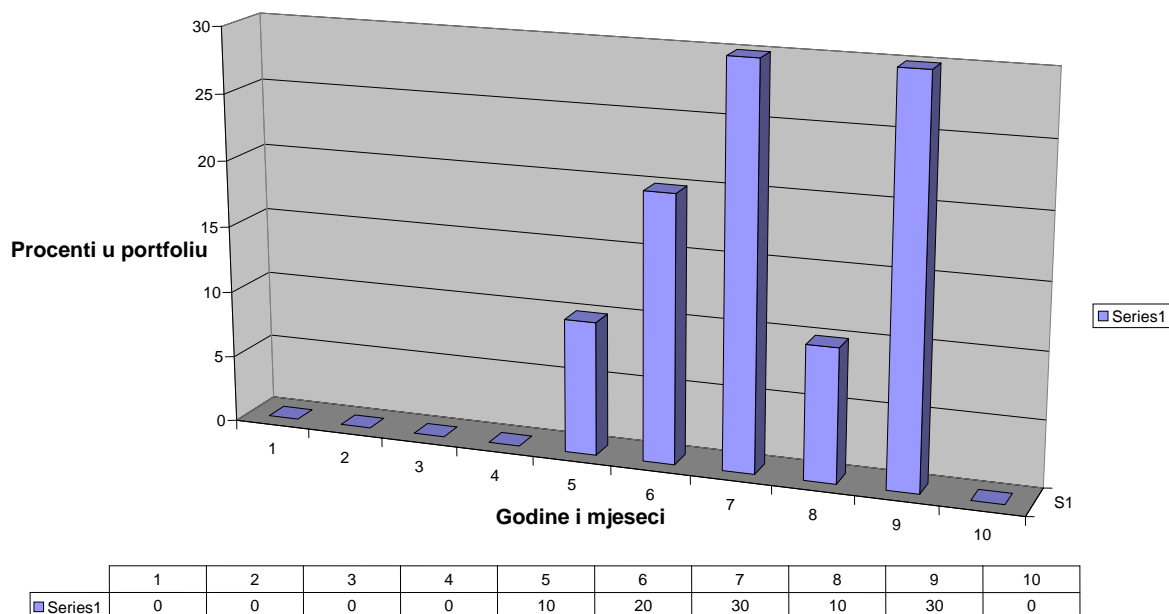


Grafički prikaz br. 2: Izbor početka vremena dospjeća mjenog za ulaganja

Osnovna karakteristika ove strategije jeste, da su sva ulaganja fonda usmjerena u kratkoročne obveznice. Prednost ove strategije se nalazi u jačanju likvidne pozicije fonda, što doprinosi izbjegavanju velikih gubitaka u slučaju rasta kamatnih stopa. Nedostatak strategije je u veoma niskom izvornom prihodu.

Strategija dospjeća kredita, koja se odnosi na završetak ulaganja predstavlja strategiju koja je sasvim suprotna prethodnoj strategiji početka ulaganja. Ova strategija usmjerena je na generisanje prihoda i podrazumijeva investiranje u dugoročne obveznice, čije je dospjeće u rasponu od 5 do 10 godina. Kombinacijom sa prethodnom strategijom, mogu se zadovoljiti i likvidne obaveze portfolia investicionog fonda. Strategiju dospjeća, koja se odnosi na završetak ulaganja, može se prikazati na sljedećem grafičkom prikazu br: 3.

Dospijće kredita na završetku ulaganja

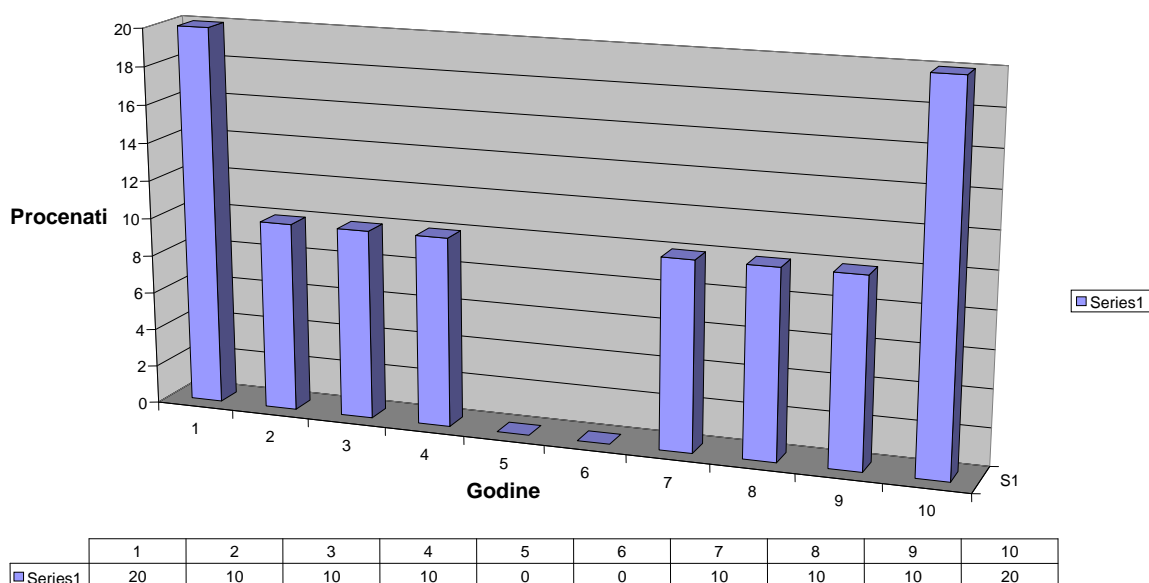


Grafički prikaz br. 3: Izbor vremena dospijća završetka ulaganja

Strategija završetka ulaganja podrazumijeva da se sve investicije usmjeravaju u dugoročne obveznice kao hartije od vrijednosti. Prednosti ove strategije su u maksimiziranju prihoda investicionog fonda.

Strategija “barbell” predstavlja kombinaciju pristupa dospijća kredita, koji se odnosi i na početak i na kraj ulaganja (tj. investiranja u hartije od vrijednosti). Strategija “barbell” se može prikazati na sljedeći način, prikaz broj: 4.

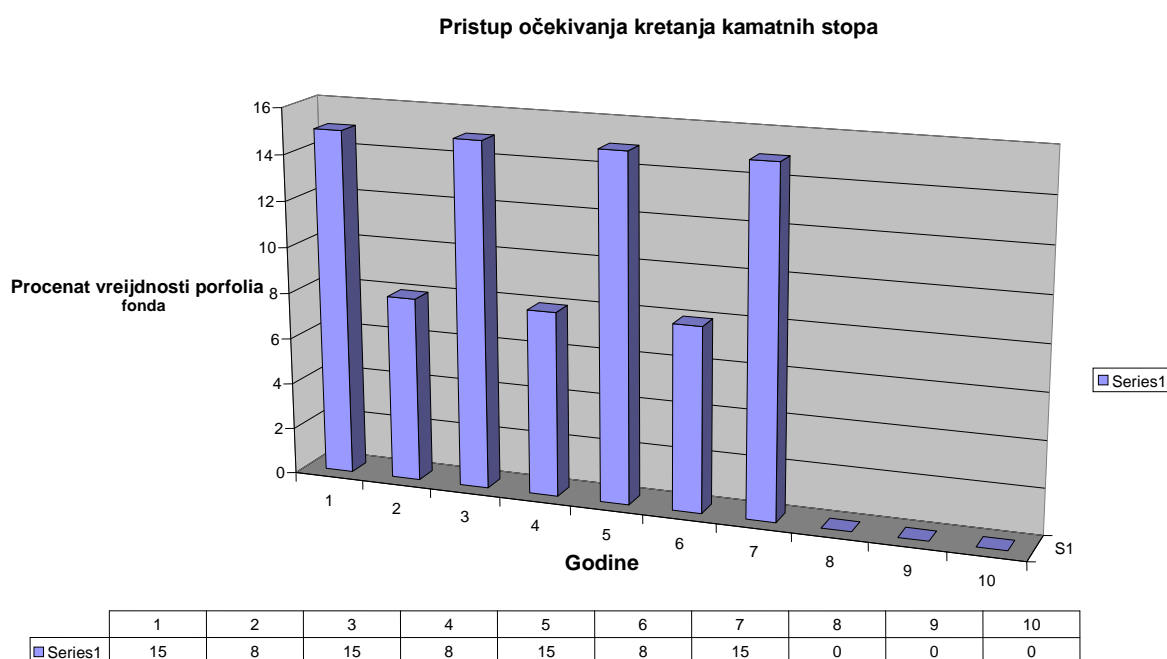
Barbell strategija portfolia



Grafički prikaz br. 4: Izbor vremena dospijća početka i završetka ulaganja

Skoro polovina portfolia obveznica se ulaže u hartije od vrijednosti sa rokom dospijeća od 1 do 4 godine, a druga polovina u obveznice sa rokom od 7 do 10 godina. Prema ovoj strategiji, kao što se vidi i na slici br. 4., investicioni fond ulaže veliki dio svojih sredstava u kratkoročni portfolio visoko kvalitetnih obveznica i u dugoročni portfolio, skoro zanemarujući pri tome ulaganje u srednjoročni portfolio obveznica. Prednosti ove strategije su, da ova kombinacija ulaganja obezbjeđuje visok nivo likvidnosti i generiše zadovoljavajuće prihode investicionog portfolia.

Strategija pristupa očekivanja kretanja kamatnih stopa spada u vrlo agresivne strategije, pri čemu se gotovo kontinuirano mijenjaju dospeljeća hartija od vrijednosti u portfoliu u cilju usklađivanja sa predviđanjima kretanja kamatnih stopa. Ovaj strategijski pristup traži skladno i kontinuirano praćenje dva smjera kretanja: (a) u pravcu kratkoročne koncentracije portfolia obveznica (kada se očekuje porast kamatnih stopa), i (b) u pravcu dugoročne koncentracije portfolia obveznica (kada se očekuje pad kamatnih stopa). Ilustraciju strategije pristupa očekivanja kretanja kamatnih stopa može se grafički prezentirati na sljedeći način, prikaz br. 5.



Grafički prikaz br. 5: Pristup očekivanja u vezi kretanja kamatnih stopa

Sušтина ove strategije nalazi se u promjeni miksa dospeljeća obveznica kao hartija od vrijednosti u portfoliu fonda prema očekivanim promjenama kamatnih stopa. Prednosti ove strategije su u maksimiziranju potencijalne zarade, kao i u minimiziranju eventualnih

gubitaka. Zato ova strategija zahtjeva potpuno poznavanje kretanja svih faktora uz preuzimanje većih rizika. Isto tako ova strategija zahtjeva i veće transakcione troškove.

### **3.3. Portfolio strategije upravljanja rizicima primjenom derivata hartija od vrijednosti**

Putem primjene derivata hartija od vrijednosti, investicioni fondovi se štite od mogućih rizika pri kupovini i prodaji hartija od vrijednosti.<sup>153</sup> Poslovanje sa hartijama od vrijednosti podrazumijeva preuzimanje rizika rasta ili pada cijena kupljenih hartija od vrijednosti u budućnosti. Najčešće se kao hartije od vrijednosti koriste akcije i obveznice, kao osnovna aktiva investicionog fonda.

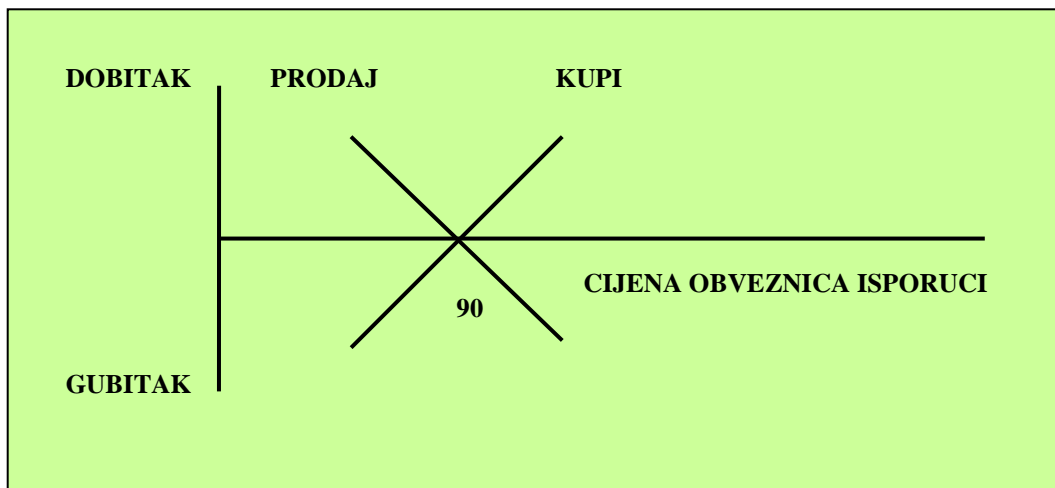
Portfolio strategije upravljanja rizicima investicionih fondova primjenom derivata hartija od vrijednosti moguće je realizovati putem primjene:

- (1) strategije forvard (“forward”) ugovora,
- (2) strategije fjučers (“futures”) ugovora,
- (3) prostih opcionih (“simple option”) strategija,
- (4) složenih opcionih (“complex option”) strategija, i
- (5) svopa kamatne stope.

**Strategija upravljanja rizikom primjenom forvard ugovora** predstavljaju jednu od mogućnosti, kako kupac hartije od vrijednosti predviđajući buduću potrebu za kupovinom valute, da sklopi ugovor sa drugim prodavcem zahtjevajući isporuku valute po ugovorenoj cijeni na određeni dan u nekom budućem vremenu. Suština forvard ugovora nalazi se u dogovoru, da se obostrano prihvati količina određene valute određenog dana u budućnosti, po cijeni koja je dogovorena danas. Strategijom sklapanja forvard ugovora eliminiše se valutni rizik. Kupac je u ovom slučaju zaštićen od valutnog rizika bez obzira kako će se kretati cijene valute. Realizacija forvard ugovora može se prikazati na sljedećem grafičkom prikazu br.6.

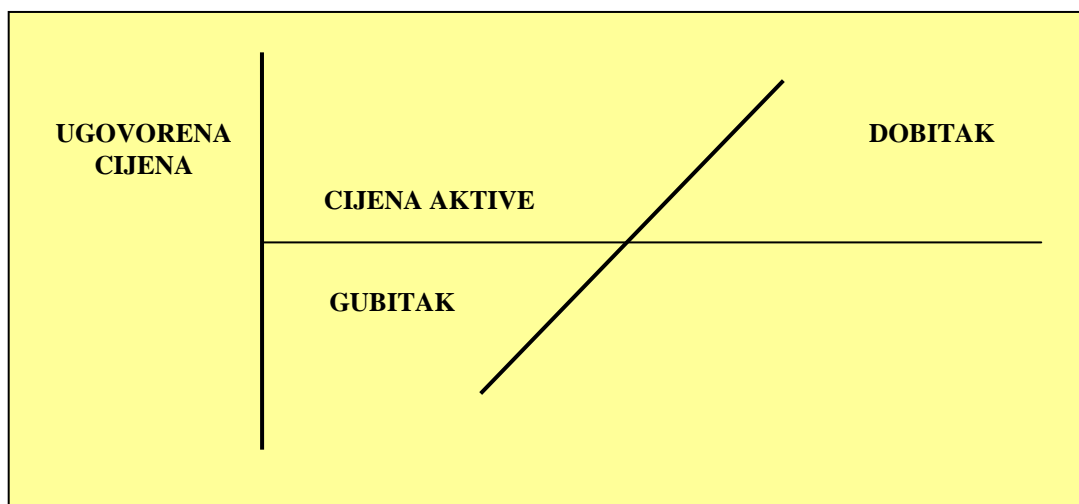
---

<sup>153</sup> Vunjak dr Nenad, Ćurčić dr Uroš, Kovačević dr Ljubomir: Korporativno i investiciono bankarstvo, redaktor: Vunjak dr Nenad, Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, BLC Banja Luka Colege, Subotica, 2008, str. 271-272.



Grafički prikaz br. 6: Presentacija reverzne isplate forward po ugovoru<sup>154</sup>

**Strategija primjene fjučers ugovora** najčešće je u upotrebi fjučers ugovora. Ukoliko kod fjučers ugovora cijena osnovne aktive poslije potpisivanja ugovora, počne da raste, tada će kupac ostvariti dobit jednaku razlici između više tekuće tržišne cijene i niže ugovorene cijene. Ukoliko cijene osnovne aktive budu više rasle, tada će i dobit biti veća. Kretanje cijena aktive u odnosu na ugovorenu cijenu i ostvarivanje dobitka, odnosno gubitka, može se prikazati na sljedećem grafičkom prikazu br. 7.<sup>155</sup>



Grafički prikaz br. 7: Pozicija kupca fjučers ugovora

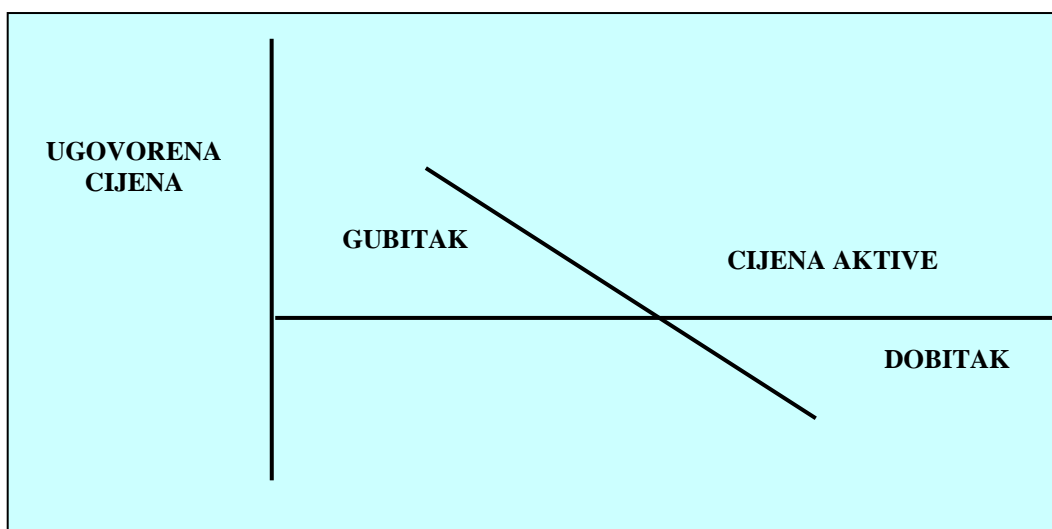
Proces izvršavanja fjučers ugovora sastoji se u obavezi prodavca da izvrši isporuku aktive, dok je pravo prodavca, da dobije ugovorena sredstva. Karakteristično je za prodavca kod fjučers ugovora da se kaže da se nalazi u kratkoj poziciji (“short position“). On očekuje plaćanje, pa se zato za njega kaže da je kratak. Kompanija, koja zna da mora prodati aktivu

<sup>154</sup> Jean Dermine: Bank Valuation and Value-based Management – Deposit and Loan Pricing, Performance Evaluation and Risk Management, McGraw-Hill, New York, 2009, str. 381.

<sup>155</sup> Erić dr Dejan: Finansijska tržišta i instrumenti, Čigoja, Beograd, 2003. god., str. 388.

u budućnosti, može da se zaštititi od rizika preduzimajući kratku fjučers poziciju (“short hedge“). Treba istaći da se sa rastom cijena u finalnoj prodaji ostvaruje dobitak, dok se putem fjučersa ostvaruje gubitak. Kada cijena opada, kod finalne prodaje se ostvaruje gubitak, a kod fjučersa dobitak.

Dok je za kupca fjučersa vrijednost aktive (robe) jednaka razlici tržišne cijene i ugovorene cijene, za prodavca je vrijednost aktive (robe) jednaka razlici ugovorene cijene i njene stvarne (tržišne) cijene. Pozicija prodavca je dijametralno suprotna od pozicije kupca i može se predstaviti na sljedećem grafičkom prikazu br.8.



Grafički prikaz br. 8: Pozicija prodavca fjučers ugovora

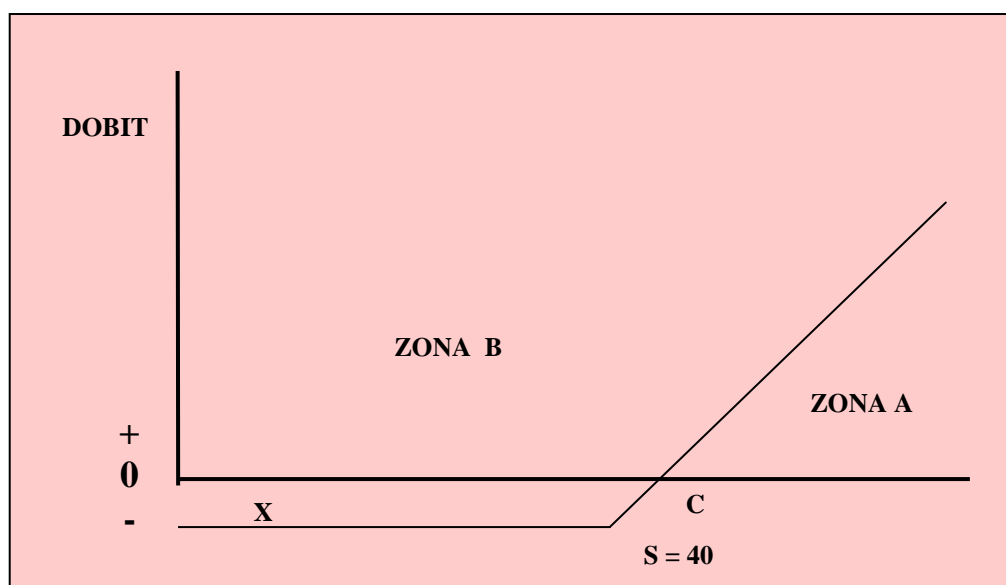
**Upravljanja rizicima primjenom prostih opcionih strategija** odnosi se na veliki broj opcionih strategija, čije korišćenje zavisi od očekivanja investitora u pogledu rizika, prinosa i kretanja na tržištu. Opcione strategije se mogu grupisati u proste i složene. Proste strategije se primjenjuju kod involviranja investitora u trgovinu sa opcijama i potpisivanjem opcionog sporazuma. Investitor se može naći u ulozi kupca (“call opcije”) i u ulozi prodavca (“put opcije”). Najprostije strategije sa opcijama su:

- (1) duga kupovna strategija (“long call”),
- (2) kratka kupovna strategija (“short call”);
- (3) duga prodajna strategija (“long put”);
- (4) kratka prodajna strategija (“short put”).

Duga kupovna strategija predstavlja poziciju kupca, odnosno vlasnika kupovne (“call”) opcije. Kod ove opcije, investitor očekuje da će doći do porasta cijene osnovne aktive, te



da će po toj osnovi ostvariti prinos. Dobit se ostvaruje na razlici između više tržišne (P) cijene i niže ugovorne (S) cijene. Ako se uzme primjer, da investitor ima opciju da kupi 100 akcija preduzeća “AB” po cijeni od 40\$ do 31.12.2012. i ako tekuća tržišna cijena na dan 31.12.2012. bude iznosila 50\$ ( $P = 50$ ), tada će vlasnik opcije da ostvari dobit u visini 10 novčanih jedinica na koje opcija glasi (u našem slučaju \$). Dobit ostvarena iz razloga što investitor ima pravo da iskoristi opciju i kupi akcije po ugovorenoj cijeni od 40 novčanih jedinica ( $P-S=50-40=10$ ). Pozicija kupca u ovom slučaju može se vidjeti na sljedećem grafičkom prikazu br. 9.<sup>156</sup>



Grafički prikaz br. 9: Ilustracija duge kupovne strategija opcija

U ovom slučaju je moguće uočiti tri situacije međusobnih odnosa tekuće tržišne cijene akcija i ugovorene cijene:

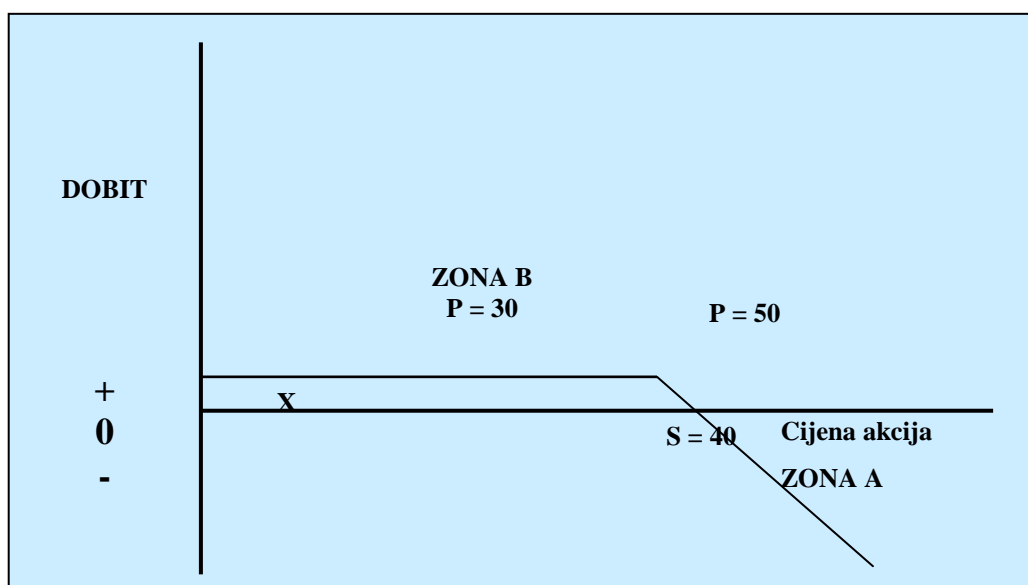
Prva, kada se tržišna cijena nalazi u zoni “A” i kada je veća od ugovorene cijene ( $P > S$ ), tada se kaže da opcija ima vrijednost. Upravo je takav slučaj u navedenom primjeru.

Druga, kada se tržišna cijena akcija nalazi u zoni “B” i manja je od ugovorene cijene, ( $P < S$ ), tada se kaže da je opcija izvan vrijednosti. Ako se pretpostavi da je tržišna cijena 30\$, opcija je bezvrijedna i investitor je neće koristiti. Njegova logika je sasvim jasna: zašto kupovati akcije na primarnom tržištu po 40\$, kada ih može kupiti za 30\$ na sekundarnom tržištu.

<sup>156</sup> Rose S. Peter: Menadžment komercijalnih banaka, četvrto izdanje, prevod, Mate Zagreb, 2003, str. 247-272.

Treća, u kojoj tačka “C” predstavlja slučaj, kada su tržišna i ugovorena cijena jednake ( $P=S=40\$$ ) i kada je izvjesno da vlasnik opcije akciju neće koristiti.

Kratka kupovna strategija predstavlja poziciju prodavca kupovne opcije. Dok kupac očekuje rast cijena osnovne aktive, i da pri tome ostvari dobit, prodavac očekuje pad cijena osnovne aktive. Ako se to desi, tada vlasnik neće iskoristiti opciju, a nosiocu obaveze (prodavcu) će ostati čista dobit, koja će biti jednaka visini premije koju je dobio prodajom opcije. Isto se može vidjeti na prezentovanom grafičkom prikazu br. 10.



Grafički prikaz br. 10: Ilustracija kratke kupovne strategije opcija

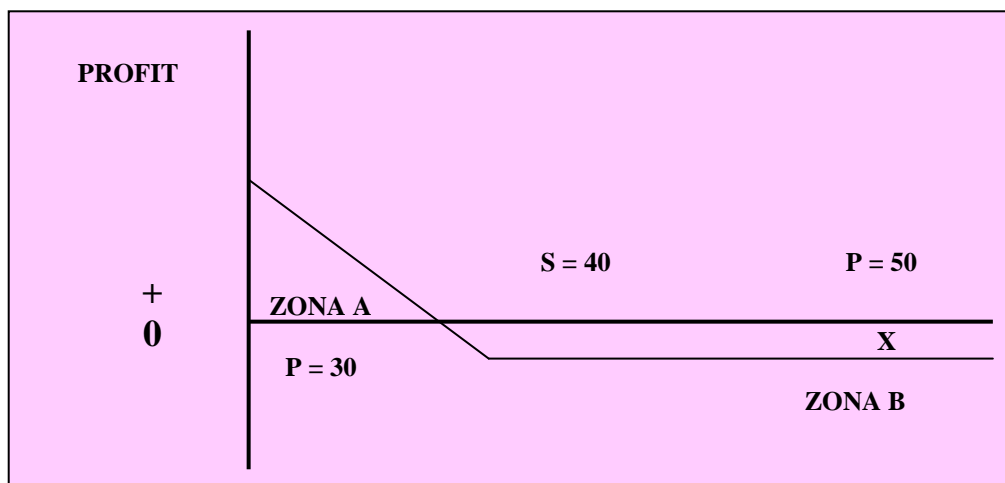
Kupovina opcije u zoni “B”, za prodavca predstavlja zonu dobitka, pošto može biti siguran, da vlasnik neće iskoristiti opciju. U ovom slučaju prodavac ostvaruje dobit jednaku premiji (X).<sup>157</sup>

Duga prodajna strategija (“long put“) predstavlja poziciju kupca prodajne opcije. Glavni motiv kupca prodajne opcije nalazi se u osiguranju od rizika pada cijena osnovne aktive.<sup>158</sup>

Efekti ove transakcije mogu se sagledati na sljedećem grafičkom prikazu br.11.

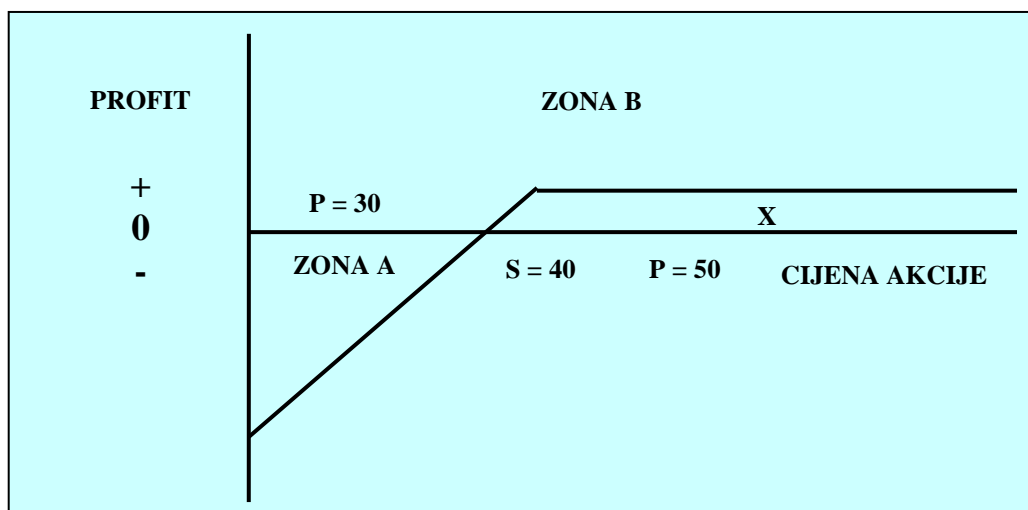
<sup>157</sup> Prodavac trpi gubitak, u slučaju kada je tekuća cijena veća od ugovorene ( $P>S$ , zona “A“), iz razloga što je prodavac morao izvršiti nalog kupca i prodati mu akciju po ugovorenoj cijeni od 40\$. Gubitak se povećava sa rastom tržišne cijene akcije. Stvarni gubitak je manji od 10\$, pošto je prodavac naplatio iznos premije od kupca prilikom prodaje opcije (“X“).

<sup>158</sup> Ako investitor kupuje prodajnu opciju s pravom da je proda preduzeću “AB“ po ugovorenoj cijeni od 40\$ do 31.12.2012., i ako tržišna cijena akcija padne za 30\$, vlasnik će iskoristiti svoje pravo i prodati akcije po ugovorenoj cijeni opcije od 40\$. Ako je u zoni “B“ tržišna cijena veća od ugovorene ( $P>S$ , zona “B“), vlasnik neće iskoristiti opciju, pošto može prodati akcije po cijeni koja je veća od ugovorene ( $P=50\$$ ).



Grafički prikaz br. 11: Ilustracija duge prodajne strategije opcija

Kratka prodajna strategija (“short put“) opcija predstavlja poziciju suprotnu u odnosu na dugu prodajnu strategije. Prodavac opcije ima želje i očekivanja suprotna u odnosu na kupca opcije. Vlasnik prodajne opcije očekuje porast cijena aktive (u ovom slučaju akcija) i u tom slučaju će odustati od prodaje, jer će mu ostati dobit u obliku premije.<sup>159</sup> Problemi nastaju kada cijena aktive počne da pada ispod ugovorene cijene  $S=40\$$ .<sup>160</sup> Ova transakcija se može grafički prikazati kao na prikazu br. 12.



Grafički prikaz br. 12: Ilustracija kratke prodajne strategije opcija

<sup>159</sup> Prodavac može da bude siguran, da opcija neće biti iskorišćena dok god je tržišna cijena veće od ugovorene ( $P>S$ ). Zona “B“, u kojoj cijena akcija raste, predstavlja zonu dobitka za prodavca prodajne opcije, jer prodavac neće prodati akciju po nižoj ugovorenoj cijeni “S“ (40\$), kada akciju može prodati na berzi po višoj tržišnoj cijeni “P“ (50\$).

<sup>160</sup> Ako vlasnik pozove prodavca, da kupi akciju po višoj cijeni od tržišne, tada će ostvariti gubitak. Taj gubitak je jednak razlici  $S-P$  umanjeno za premiju (“X“), koju je prodavac naplatio. Ako cijena padne na nulu, onda je maksimalni gubitak u zoni “A”.

**Upravljanje rizicima primjenom složenih opcionih strategija** se odnosi na sljedeće tri strategije: (a) strategije raspona (“spread“), (b) strategije širenja (“straddle“) i (c) strategija davljenja.

Strategija raspona (“spread“) je prisutna kada se ugovaraju različite cijene i rokovi dospjeća na kupovinu i prodaju kupovne opcije ili prodajne opcije na istu aktivu ili kombinovano. Ova strategija se primjenjuje kada investitor vjeruje da je moguć uži raspon u prinosu akcija od onog koji je trenutno na finansijskom tržištu. Dobit se ostvaruje na osnovu postojanja malih razlika u cijeni. Moguće je razlikovati tri oblika ovih strategija:<sup>161</sup>

Prvi tip: “Bullish“ (kada se očekuje rast cijena),

Drugi tip: “Bearish“ (kada se očekuje pad cijena),

Treći tip: “Butterfly“ (gdje se očekuju vrlo male promjene cijena).

Strategije širenja (“straddle“) predstavlja kombinaciju opcija različitog tipa. Tada se vrši istovremeno kupovina i prodaja jednog broja kupovnih ili prodajnih opcija na istu aktivu (akcije, tržišni indeksi i sl.), ali sa jednakom ugovorenom cijenom i rokom dospjeća. Ova strategija ima za cilj da se kombinacijom opcija aktivira što veća dobit bez obzira na rast ili pad cijene. U berzanskoj praksi je prisutno “dugo širenje“, kada se istovremeno kupuju “put“ i “call“ opcije sa istom cijenom i “kratko širenje“ kada se istovremeno prodaju “put“ i “call“ opcije sa istom cijenom.

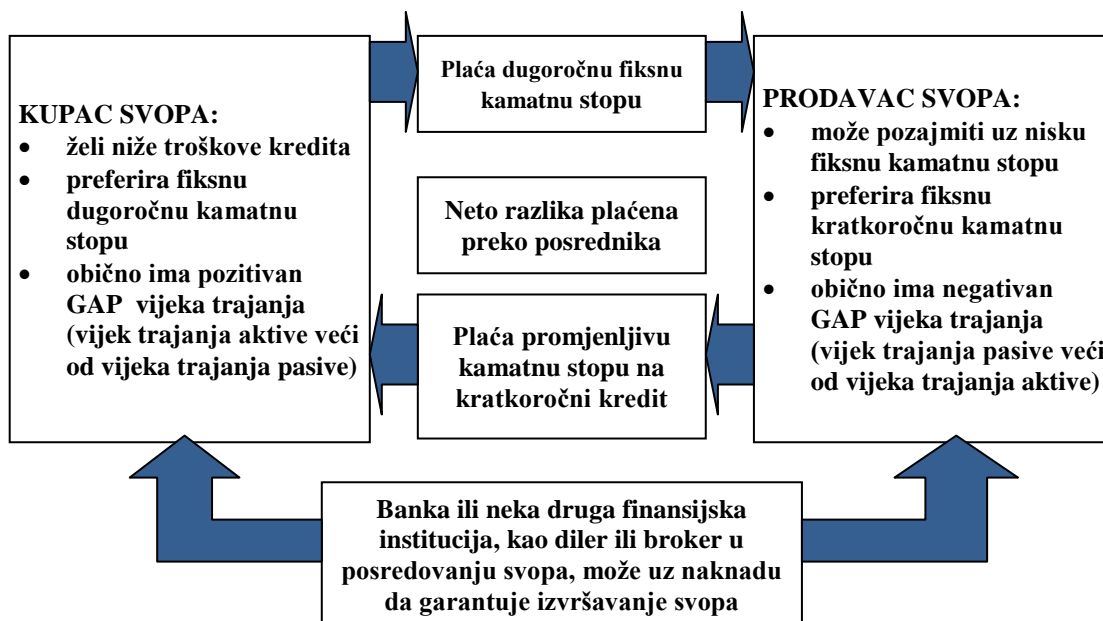
Strategija davljenja je na berzanskom tržištu prisutna kada se istovremeno kupuju i prodaju opcije različitog tipa i sa različito ugovorenom cijenom, i za ovu strategiju je karakteristično da postoji kao duga i kratka, a primjenjuje se u situacijama kada se očekuju veće promjene cijena. Duga strategija predstavlja kupovinu “put“ opcija sa nižom cijenom i kupovinu “call“ opcija sa višom cijenom. Kratka strategija se primjenjuje kada se prodaju “call“ opcije sa višom cijenom, i prodaju “put“ opcije sa nižom cijenom.

**Strategija upravljanja rizikom kamatne stope primjenom svopa** (“swaps“) odnosi se na zaštitu od rizika kamatne stope. Osnovni motiv svopa kamatne stope nalazi se u činjenici da se promjeni nivo izloženosti riziku neke institucije ili kompanije promjenama kamatnih stopa. Takođe, motiv se odnosi i na ostvarivanje nižih troškova na pozajmljena sredstva, koja kao glavnica ostaju nepromijenjena. Svopovi mogu imati i veliki rizik

---

<sup>161</sup> John Hull: Options, Futures and Other Derivative Securities, Prentice Hall International, Eaglewood, New Jersey, 1984. god, str. 5.

kamatnih stopa, kao što su svop kvaliteta (rejtinga), zatim reverzni svopovi i sl. Sljedeća slika 1. predstavlja svop putem ugovora svopa kvaliteta.<sup>162</sup>



Slika br. 1: Primjer svop kamatne stope

Prezentirani primjer svop ("swap") transakcije pokazuje, da svaka od ugovornih strana može imati uštedu na troškovima pozajmljivanja sredstava (na kamatama) uz korišćenje svopa prilikom plaćanja međusobnih obaveza po kamatama. Ušteda se javlja pretežno zbog toga što je raspon kamata (zove se i raspon kvaliteta) mnogo veći na tržištu dugoročnih kredita nego što je to na tržištu kratkoročnih kredita.<sup>163</sup> Razlike u kamatnoj stopi mogu se prikazati na sljedećem pregledu br. 2.

<sup>162</sup> Rose S. Peter: Menadžment komercijalnih banaka, prevod, Mate, Zagreb, 2003, str. 265.

<sup>163</sup> Rose S. Peter: Menadžment komercijalnih banaka, prevod, Mate, Zagreb, 2003, str. 268-269.

Red. broj	Učesnici svopa	Strane koje moraju platiti fiksne kamatne stope ako emituju obveznice	Strane koje moraju platiti promjenjive kamatne stope ako prime kratkoročne kredite	Potencijalna ušteda na kamatama svakog učesnika koji posjeduje
1.	Niže rangirani korporativni subjekt koji posjeduje	11,50%	najbolja + 1,75%	0,50%
2.	Više kreditno rangirani korporativni subjekt, koji posjeduje	9,00%	najbolja kamatna stopa	0,25%
3.	Razlika u kamatnoj stopi zbog razlika u kreditnom rejtingu poslovnih subjekata (raspon kvaliteta)	2,50%	1,75%	0,75%

Pregled br. 2: Razlike u kamatnoj stopi zbog kreditnog rejtinga

Navedeni primjer zaslužuje objašnjenje korišćenja finansijskih modela. Pozajmljivač koji ima viši kreditni rejting emituje dugoročne obveznice uz kamatnu stopu 9,0%, dok pozajmljivač koji ima niži kreditni rejting dobija kredit od banke uz najbolju kamatnu stopu plus 1,75%. Nakon toga oni zamjenjuju plaćanje kamata. Svop transakcija se može ugovoriti tako, da se subjekt sa nižim kreditnim rejtingom složi da će platiti 9,0% kamatne troškove poslovnom subjektu koji ima viši kreditni rejting, pa će time uštedeti 2,5% na dugoročnim troškovima pozajmljenih sredstava (umjesto 11,5%, koliko bi inače trebao platiti na dugoročni kredit). Učesnik sa višim kreditnim rejtingom plaća najbolju kamatnu stopu minus 0,25% kreditno niže rangiranom učesniku i tako se ostvaruje ušteda. Strana koja ima niži kreditni rejting štedi neto kamatu od 0,50%. Taj obračun se može prikazati na sljedećem pregledu br. 3.

1.	<b>Niže rangirani kreditni učesnik plaća.....</b>	9% fiksnu kamatnu stopu
2.	<b>Više rangirani kreditni učesnik plaća....</b>	najbolju kamatnu stopu minus 0,25% (promjenljivu kamatnu stopu)
3.	<b>Niže rangirani kreditni učesnik štedi....</b>	(11,50%–9,00%) minus (1,75% iznad najbolje kamatne stope + 0,25% manje od najbolje kamatne stope) = 0,50%
4.	<b>Više rangirani kreditni učesnik štedi.....</b>	0,25% (ispod najbolje kamatne stope)

Pregled br. 3: Obračun učesnika u spot transakciji

Strana koja ima niži kreditni rejting može se složiti da će platiti troškove osiguranja vezane za emisije dugoročnih obveznica od strane učesnika koji imaju viši kreditni rejting, tako da bi obje strane kao učesnici svopa kamatnih stopa, imale podjednake uštede, oko 0,50%.

#### **4. MODELI FINANSIRANJA I STRATEGIJE UPRAVLJANJA RIZIKOM PORTFOLIO PENZIONIH FONDOVA**

##### **4.1. Modeli finansiranja penzionog osiguranja**

U najrazvijenijim zemljama svijeta, finansiranje penzionog osiguranja nije moguće iz tekućeg bruto domaćeg proizvoda zbog rastućeg broja penzionera, jer se stalno uvećava broj penzionera u odnosu na broj zaposlenih. Isto tako zbog povećanog životnog standarda stalno se povećava vijek trajanja života iznad 65 godina starosti. Prema projekcijama u SAD-u će 2011. godine tri zaposlena uzdržavati jednog penzionera. Takve dramatične demografske promjene stvorit će ogroman pritisak na bruto domaći proizvod pojedinih zemalja.

Problemi starosnih penzija su veoma složeni pa se nerijetko postavlja pitanje: da li je pravilnije finansiranje penzija posredstvom preraspodjele tekućih sredstava ili posredstvom dopunskih kapitalizovanih sredstava. Činjenica je da su oba ova modela i suviše skupa i da su u svakom slučaju potrebna jednaka sredstva za obezbjeđenje finansiranja penzije. Svaki od ovih modela ima svoje dobre i loše strane.

Prednost modela finansiranja penzijskog osiguranja na račun tekućih sredstava nalazi se u činjenici da on pruža mogućnost za isplatu penzija odmah i može biti korišćen prema licima pred penziju i prema penzionerima. Ovaj model ima i svoju ekonomsku prednost, jer obezbjeđuje zaštitu od inflacije. Postoji mogućnost prilagođavanja prema stabilnoj inflaciji i pri korišćenju metoda pune akumulacije (kapitalizacije) uzimajući pri obračunu u obzir neophodan kapital za finansiranje starosnih penzija. Ukoliko bi došlo do rasta kamatnih stopa, tada bi se takvi gubici mogli kompenzovati na duži vremenski rok.

Model finansiranja penzija posredstvom kapitalnih ulaganja ima prednost u činjenici da se zakonskom regulativom obezbjeđuje jednakost obaveza za penzije sa finansiranjem investicija i očekivanim prihodima. Zbog toga postoje sredstva za isplatu penzija, a

akumulirani kapital pospješuje ekonomski rast, što predstavlja značajnu prednost ovog modela.

Strategija finansiranja penzija posredstvom akumuliranih sredstava ima nedostatak, jer ne daje mogućnost da se brzo reaguje pri pojavi socijalnih slučajeva (kada brzo treba riješiti neki problem), pošto je za akumuliranje sredstava potrebno duže vrijeme. Kao nedostatak ovoga sistema navodi se direktna zavisnost između akumuliranog kapitala za obezbjeđenje sredstava u starosti i koncentracije ekonomske vlasti, što povlači za sobom određene probleme u finansiranju tržišne ekonomije.

Posljednjih godina, sa razvojem finansijskih tržišta, porastao je interes za finansiranje starosnih penzija putem kapitalizovanih sredstava. Evropski model penzionog sistema se zasniva na modelu Njemačke. Taj sistem se sastoji iz tri nivoa. U prvi nivo ulaze penzije obavezne za određene grupe stanovništva: a) penziono osiguranje za radnike i službenike, b) penziono osiguranje činovnika, c) penzije za zemljoradnike d) obavezno penziono osiguranje za lica slobodnih profesija. Drugi nivo, penzijskog sistema su penzijske isplate dopunjene u odnosu na obavezne, koje se ostvaruju po inicijativi poslodavca. Treći nivo penzijskog osiguranja se odnosi na samostalno akumuliranje i investicije građana u finansijskim institucijama.<sup>164</sup> Penzije po evropskom sistemu su individualne za svakog osiguranika u zavisnosti od zarade i dužine radnog staža, i regulisane su zakonom. U Njemačkoj se vodi računa da akumulirane isplate ne budu obezvrijeđene, te se vrši indeksacija akumuliranih sredstava. Penzijski sistem evropskih država dobija dopunsko finansiranje od države, koja čine 1/5 svih akumuliranih sredstava namijenjenih za penzije.

U Švedskoj je 1998. godine prihvaćen model koji se zasniva na principu "zamišljenog doprinosa", dok osnovne državne penzije ostaju i dalje na principu finansiranja iz doprinosa za socijalno osiguranje od 17%. Uplate od 16% se koriste za tekuće isplate kolektivnih penzija, a socijalno osiguranje otvara fiktivni individualni račun pomoću koga prati uplatu doprinosa, kao da se radi o „realnom“ fondu. Momentom penzionisanja, penzioner će akumuliranu fiktivnu sumu sredstava koristiti. Tako se izračunava penzija na osnovu visine akumuliranih sredstava, podataka o očekivanom životnom vijeku sadašnje generacije penzionera i projekcije stope ukupne proizvodnje u budućem vremenu. Karakteristično je da budući penzioner bira vrijeme penzionisanja.

---

<sup>164</sup> Mastilo dr Zoran: Penzijsko i zdravstveno osiguranje, Fakultet spoljne trgovine, Bijeljina, 2007. god., str. 67.



Američki model je zasnovan na ličnom penzijskom osiguranju. Ovaj model funkcioniše u SAD-u, zatim nekim zemljama Latinske Amerike i u Portugaliji. U ovom sistemu akumulirana sredstva u penzionim fondovima služe kao glavni izvor investicija u ekonomiji dotične zemlje. Sistem raspodjele sredstava penzionog fonda je takav da penzioneri dobijaju novčana sredstva zaposlenih koji uplaćuju doprinos u odgovarajuće fondove. Iznos penzionog doprinosa u SAD-u je 10,7% koji plaćaju u jednakim dijelovima kompanije i zaposleni radnici. Penzijski sistem ima i investicioni karakter, jer se penzijske rezerve investiraju u državne hartije od vrijednosti, akcije korporacija, akcionarske fondove i privatne penzione programe. Za činovnika se penzija obezbjeđuje državnim programom, a izvori za njih su godišnja sredstva države i investicioni prihodi fondova. Građani mogu sebi akumulirati sredstva u ne državnim fondovima u mjestu rada, a svaki građanin ima pravo da sebi otvori sopstveni penzijski račun u bilo kom penzionom fondu. Tako Amerikanci sebi obezbjeđuju tri oblika penzija: a) državnu, b) privatnu u mjestu rada, i c) privatnu individualnu penziju.

Model finansiranja penzionog osiguranja je isti u svim zemljama tranzicije i zasniva se na generacijskoj solidarnosti. Prvi nivo penzijskog osiguranja je uglavnom iz sredstava koja se prikupljaju u specijalno namjenjenim fondovima državnog budžeta. Zato su porezi i doprinosi glavni izvor finansiranja osnovnog penzionog osiguranja. Doprinosi zavise od veličine zarade. Korist koju stiču osiguranici, ravnomjerno istu raspoređuju te stoga doprinosi imaju prednost nad porezima i lakše se plaćaju od poreza. Na osnovu prikupljenih doprinosa formiran je fond penzijsko – invalidskog osiguranja (PIO) iz koga se vrši finansiranje penzija.

U Republici Srpskoj se i danas penzije finansiraju iz obaveznog sistema osiguranja uz doprinos na osnovu “generacijske solidarnosti“ (prvi nivo). Penzije za posebne kategorije građana se finansiraju iz državnog budžeta. Penzioni sistem ovim načinom finansiranja u Republici Srpskoj više nije održiv, jer se dio penzijskog fonda finansira iz budžeta Republike Srpske. Rezultati nisu prema očekivanjima, s obzirom da rashodi penzijskog sistema imaju trend brzog rasta. Sve je to „loše“ za penzionere zbog niskog nivoa penzija i sve težeg obezbjeđivanja redovne isplate penzija. Postojeći penzioni sistem u Republici Srpskoj nije u interesu privrede, jer se plaćaju visoki doprinosi za njegovo finansiranje. Ovaj penzioni sistem nije ni u interesu države, jer država ima obavezu da stalno rastuće potrebe penzijskog fonda finansira iz budžeta. Jedini izlaz iz ovakvog stanja u Republici

Srpskoj jeste ulazak u reformu penzionog sistema koju bi trebalo provoditi zajedno sa kompletnom reformom socijalnog sektora.

#### **4.2. Strategije upravljanja rizikom portfolia penzionih fondova**

Da bi se ostvarila pravilna strategija upravljanja fondom, potrebno je utvrditi u koje će se hartije od vrijednosti investirati. Penzioni fond nije izložen riziku likvidnosti, radi toga što se može predvidjeti odliv sredstava. Izloženost riziku kamatne stope nije značajna, jer se mogu usloviti rokovi dospjeća obaveza i plasmana. Zato je potrebno utvrditi ispravnu strategiju penzionog fonda. Penzioni fondovi posluju uz poštovanje zakona finansijskog tržišta koji glasi: veća rizičnost hartija od vrijednosti, jednaka veći prinos. Ako je cilj menadžera fonda da očuva fiksnu minimalnu vrijednost kapitala, tada će prednost dobiti plasmani u obveznice, a ako se želi povećati kupovna snaga investicionog kapitala, tada će prednost dobiti ulaganja u akcije. U posljednjoj deceniji 20-tog vijeka uglavnom se ulagalo u akcije kompanija, tako da je 50% do 70% aktive penzionih fondova uloženo u akcije kompanija.

Penzioni fondovi nisu izloženi riziku likvidnosti i riziku kamatne stope. Menadžment fonda je zainteresovan za takvu strukturu svoga portfolia koja će im omogućiti veći prihod i predvidljiv rizik. Zato se ulaganja vrše u dugoročne hartije od vrijednosti sa višim prinosom i to pretežno u akcije. Ako ulažu u investicione fondove, tada oni biraju one fondove koji imaju agresivan rast ili kombinuju dohodovne i fondove rasta. Kada je na finansijskom tržištu prisutna inverzija kamatnih stopa, tada penzioni fondovi ulažu u kratkoročne hartije od vrijednosti radi ostvarivanja većeg prinosa. Pošto penzioni fondovi najveći dio svoga portfolia ulažu u korporativne akcije, oni su u razvijenim zemljama podržani zakonskom regulativom u pogledu diverzifikacije svojih portfolia. Tako su odnosi između akcija i ostalih hartija od vrijednosti promijenjeni, pri čemu je data mogućnost da u portfoliu budu zastupljene i vladine obveznice, obveznice korporacija, kao i inostrane obveznice. U znatno manjem obimu se nalaze hipotekarni zajmovi i komercijalni zapisi.

Da bi se sačuvala realna vrijednost investiranih sredstava, neke su zemlje propisale obavezno indeksiranje penzionog dohotka. Fondovi su tada veći dio aktive ulagali u realnu imovinu, što je u inflatornim uslovima i sigurnije. Kod javnih fondova, ulaganja su uslovljena propisima i najviše se ulaže u niskorizične hartije od vrijednosti, a to su obveznice države i regionalnih organa vlasti, kao i bonitetnih korporacija. Za portfolio

pojedinih fondova (radi što veće profitabilnosti), važan je poseban poreski tretman ostvarene dobiti (profita), koji se plaća na odgođeno vrijeme. Dok je dobit u posjedu fonda porez se ne plaća, a kada se povlači gotovina iz fonda tada se porez plaća.

Investiciona strategija penzionog fonda može biti aktivna i pasivna. Aktivna strategija podrazumijeva predviđanje promjena u strukturi portfolia penzionog fonda, kao i njegovu realizaciju. Pasivna strategija penzionog fonda podrazumijeva sva unaprijed utvrđena pravila prikupljanja i isplate novčanih sredstva. U okviru strategije upravljanja portfoliom penzionog fonda, penzioni fondovi mogu:<sup>165</sup>

- (1) preuzeti umjereni iznos tržišnog rizika,
- (2) uticati na dugoročni rast vrijednosti hartija od vrijednosti,
- (3) izvršiti zaštitu od inflatornog rizika,
- (4) držati u portfoliu likvidne hartije od vrijednosti,
- (5) biti oslobođeni plaćanja poreza na dobit korporacija,
- (6) većim dijelom investirati u akcije i korporativne obveznice.

Upravljaajući svojim portfoliom, penzioni fondovi generišu potrebne prihode za izmirivanje svojih obaveza prema osiguranicima. Oni su zainteresovani za takvu strukturu portfolia, koja će fondu donijeti veći prinos uz predvidljivi rizik. Za penzione fondove je karakteristično da zbog svoje poslovne politike izbjegavaju ulaganja u špekulativne i visokorizične hartije od vrijednosti. Za njih je važna stabilnost kurseva hartija od vrijednosti, a posebno na manjim finansijskim tržištima.

I pored toga, što je lako uskladiti rokove dospjeća aktive i pasive penzionih fondova, ipak je u praksi moguća njihova izloženost riziku kamatne stope. Pošto je moguća promjena kamatne stope, kod reinvestiranja, dio portfolia koji je uložen u dugoročne obveznice može da trpi promjenu kamatnih stopa i da izražava pad cijena obveznica. To ujedno znači i kapitalni gubitak za vlasnike, koji se ne može stalno kompenzirati ulaganjem u nove obveznice sa većim prinosom. To se dešava zato, što period dospjeća obveznica nije podudaran sa rokom dospjeća nekih drugih obveznica. Zbog toga se javlja rizik reinvestiranja, koji se naziva imunizacija portfolia. Osnovno sredstvo, kojim se postiže imunizacija, jeste investiranje u obveznice čije trajanje odgovara periodima dospjeća obaveza investitora. Penzioni fond je imunizovan ako je njegova neto vrijednost, na kraju

---

<sup>165</sup> Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Finansijska tržišta i berze, Ekonomski fakultet, Subotica, 2009, str. 135.

perioda držanja hartija od vrijednosti, najmanje jednaka njegovoj neto vrijednosti na početku perioda držanja portfolia hartija od vrijednosti.

Imunizacija portfolia obveznica penzionih fondova može se obezbjediti kupovinom obveznica koje se otplaćuju odjednom, sa periodom dospjeća koji je jednak periodu dospjeća obaveza, formiranjem portfolia obveznica, čije prosječno trajanje odgovara prosječnom roku dospjeća obaveza. Na ovaj način se vrši i minimiziranje rizika i ostvaruje stabilan prinos, a što je krajnji cilj pravilnog upravljanja portfoliom penzionog fonda.

## **5. STRATEGIJE UPRAVLJANJA RIZICIMA OSIGURAVAJUĆIH KOMPANIJA**

### **5.1. Strategije korporativnog upravljanja kompanijama osiguranja**

Dosadašnja praktična iskustva pokazuju, da osiguranje u jednoj zemlji bilježi nagli rast tek kada bruto domaći proizvod premaši 10.000 evra po glavi stanovnika. Tek tada građani imaju imovinu koju žele da zaštite, počinju da razmišljaju kako da se zaštite od bolesti i počinju da se plaše za svoj život. Do tada građani brinu samo kako da finansiraju i obezbjede svojoj porodici osnovne životne uslove. Imajući u vidu da je BDP po glavi stanovnika u BiH i Republici Srpskoj ispod 5.000 evra, to govori da osiguranje neće skoro imati dinamičan rast.

Osiguravajuće kompanije kao institucionalni investitori na finansijskom tržištu, ulažu u dugoročne hartije od vrijednosti, kako bi obezbjedile dugoročne prinose. Struktura portfolia znatnog broja osiguravajućih kompanija zasniva se na tradicionalnom shvatanju investicione strategije, koju karakteriše:

- (a) kreditno investiranje na duži vremenski period,
- (b) ulaganje u visoko kvalitetne nerizične obveznice,
- (c) investiranje u hipotekarne obveznice.

Osiguravajuće kompanije, koje su slijedile ovu strategiju, uglavnom su držale obveznice u svom portfoliu do njihovog dospjeća. Moderno shvatanje investicione strategije osiguravajućih kompanija polazi od toga, da treba agresivnije nastupati kod investiranja, kako bi se uspješnije suprostavile sve većoj konkurenciji na tržištu. U tom smislu koriste se sljedeće strategije:

- (a) povezivanja osiguravajuće i investicione kompanije radi upravljanja uzajamnim fondovima,
- (b) usklađivanje strukture portfolia osiguravajućih kompanija sa veličinom i djelatnosti kompanije,
- (c) najveći dio portfolia se “drži“ u obveznicama (dugoročnim), a prisutno je ulaganje i u korporativne obveznice,
- (d) “slobodan“ dio novčanih sredstava uglavnom se ulaže u nekretnine i hipotekarne kredite.

Osiguravajuće kompanije su veliki investitori u hartije od vrijednosti. Radi usklađenosti ročne, valutne i rizične strukture izvora i plasmana, osiguravajuće kompanije uglavnom ulažu u visoko likvidne hartije od vrijednosti. Zbog velikog obima sredstava, osiguravajuće kompanije su permanentno prisutne na finansijskom tržištu. Da bi se postigla efikasnost investiranja, potrebno je što efikasnije upravljati portfoliom, što se posebno odnosi na ročnu strukturu izvora finansiranja i njihovih plasmana. Potrebno je utvrditi strategijske ciljeve, strategijske mjere ishoda i strategijsko predviđanje mjera.

Jedan od multidimenzionalnih sistema mjera performansi, koji se sve više koristi i od strane vodećih svjetskih osiguravajućih kompanija, jeste poznati “balanced scorecard“ (BSC). Cilj BSC-a je prevođenje strategija firme u koherentan i povezan set operativnih ciljeva koji predstavlja usklađen sistem mjera performansi, kojim će se kontrolisati ostvarivanja postavljenih ciljeva. Praćenjem strategija, ciljeva, aktivnosti i mjera performansi, moguće je utvrditi, da li se kompanija kreće u pravcu efikasne realizacije formulisane poslovnom strategijom.<sup>166</sup>

U okviru BSC-a mogu se istaći neke od bitnih perspektivnih mjera performansi osiguravajuće kompanije. Mjere se mogu analizirati:

(1) U okviru finansijske perspektive:

ukupan prihod, procenat smanjenja troškova, stopa dobiti, prinos na investicije, bruto i neto premija, prosječnu dobit po filijali i po zaposlenom, prosječni troškovi po svakoj vrsti polise, prosječni godišnji trošak po zaposlenom,

(2) U okviru perspektive klijenta:

---

<sup>166</sup> Novičević dr Blagoje, Antić dr Ljiljana, Stevanović dr Tatjana: Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, 2006, str. 68-75.

stopa zadovoljstva kupaca, stopa pritužbi kupaca, procenat prodaje, stopa sticanja novih korisnika, stopa zadržavanja korisnika,

(3) U okviru persepektive internih poslovnih procesa:

broj novih filijala godišnje, procenat neadekvatnih usluga, prosječno vrijeme odgovora na traženu uslugu (u časovima), brzina obrade zahtjeva,

(4) U okviru perspektive učenja i rasta:

stopa (procenat) implementacije strateških planova, stopa ulaganja u informacione tehnologije, broj obučenih zaposlenih i agenata, broj zaposlenih obučenih za primjenu savremenih računovodstvenih metoda i modernog softvera, broj zaposlenih obučenih za istraživanja i analizu tržišta, broj zaposlenih obučenih za upravljanje filijalom i sektorom (divizijom), nove polise za djelatnosti koje se intenzivno razvijaju.

Polazeći od formulisane strategije i uvođenja strategije specijalizovanog fokusiranja na tržišne niže, postavljeni su sljedeći strategijski ciljevi:<sup>167</sup> (1) ispuniti očekivanja akcionara, (2) unaprijediti performanse u poslovanju, (3) ostvariti profitabilan rast, (4) smanjiti rizik za akcionara, (5) poboljšati performanse zastupanja, (6) povećati satisfakciju vlasnika polisa, (7) ostvariti razvoj ciljnih tržišta, (8) ostvariti profitabilno ugovaranje, (9) usaglasiti potraživanja sa poslovanjem, (10) ostvariti rast produktivnosti, (11) ostvariti razvoj kompetencija zaposlenih, (12) poboljšati pristup strategijskim informacijama.

Realizacija postavljenih strategijskih ciljeva osiguravajuće kompanije zavisi od ključnih faktora uspjeha. Najznačajniji identifikovani faktori uspjeha su:

(1) povećanje uspješnosti u razumijevanju i usluživanju željenih tržišnih segmenata,

(2) kvalitetniji odabir i bolja edukacija i motivacija agenata tržišnih segmenata,

(3) unapređenje procesa osiguranja kao glavne okosnice izvršenja strategije,

(4) efikasnije integrisanje informacija o odštetnim zahtjevima unutar procesa osiguranja unapređenja tržišne selektivnosti.

Za praćenje realizacije navedenih strategija i ostvarivanja definisanih strategijskih ciljeva, primjenjuje se metodologija BSC.

---

<sup>167</sup> Stevanović dr Tatjana: Sistem mjera performansi kao osnov strategijske i operativne kontrole osiguravajućih kompanija, 44. Simpozijum Saveza računovodstvenih radnika Srbije na temu: "Podrška upravljanju rizicima finansijskih institucija", Zlatibor, Srbija, 2013, str. 298-299.

<b>Strategijski ciljevi</b>	<b>Strategijske mjere ishoda</b>	<b>Strategijske predviđajuće mjere</b>
<b><u>Finansije:</u></b> <b>F1</b> – Ispuniti očekivanja akcionara <b>F2</b> – Bolje performanse u poslovanju <b>F3</b> – Profitabilni rast <b>F4</b> – Manji rizik za akcionare	Prinos na sopstveni kapital Kombinovani racio Poslovni portfolio Katastrofalni gubici	
<b><u>Kupci:</u></b> <b>K1</b> – Bolje performanse zastupanja <b>K2</b> – Satisfakcija vlasnika polisa	Racio zadržavanja ključnih agenata (u odnosu na plan) Racio zadržavanja klijenata (po segmentima)	Performanse agencije (u odnosu na plan) Satisfakcija vlasnika polisa
<b><u>Interni procesi:</u></b> <b>I1</b> – Razvoj ciljnih tržišta <b>I2</b> – Profitabilno ugovaranje <b>I3</b> – Usaglašavanje potraživanja sa poslovanjem <b>I4</b> – Rast produktivnosti	Poslovni miks (po segmentima) Racio gubitaka Frekvencija zahtjeva Ozbiljnost zahtjeva (raskid ugovora) Racio izdataka (troškova)	Razvoj poslovanja (u odnosu na plan) Revizija kvaliteta ugovaranja Revizija kvaliteta polisa Kretanje broj klijenata Promjene u upravljanju izdacima (troškovima)
<b><u>Učenje i rast:</u></b> <b>U1</b> – Razvoj kompetencija zaposlenih <b>U2</b> – Pristup strategijskim informacijama	Produktivnost agenata	Razvoj agenata (u odnosu na plan) Dostupnost strategijskih informacija (u odnosu na plan)

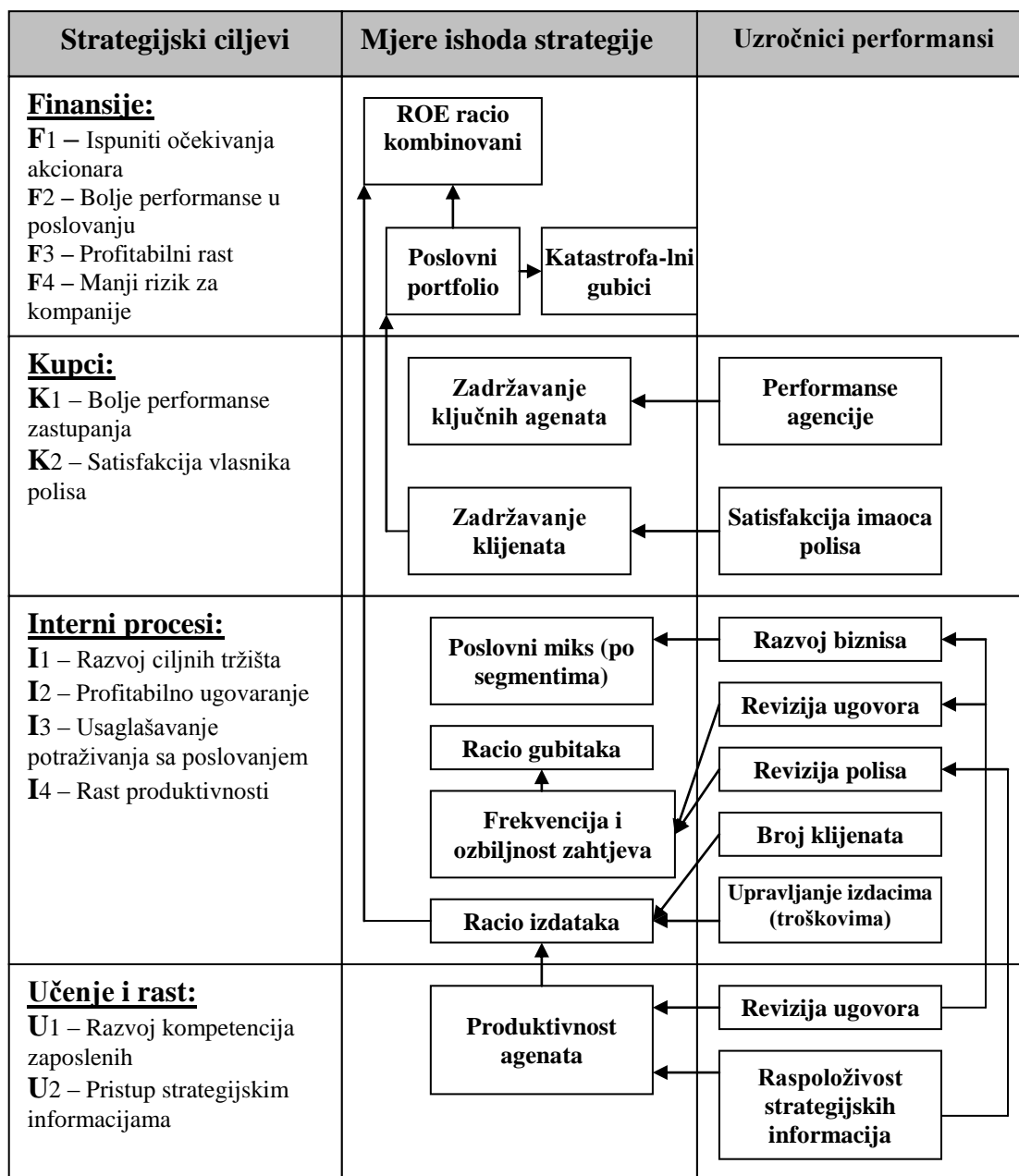
Pregled br. 1: BSC matrica kompanije Nacionalnog osiguranja<sup>168</sup>

Treba istaći da iz prezentovanih podataka proizilazi da uzročno-posljedične relacije u Nacionalnom osiguranju u ostvarivanju strategijskih ciljeva primjenom određenih strategijskih mjera, dovodi do realnijeg ostvarivanja planskih performansi osiguravajućih kompanija. U prvi plan se ističu četiri strategijska cilja kompanije: (1) finansije, (2) kupci, (3) interni procesi, (4) učenje i rast. U okviru strategijskih ishoda, preciznije su definisane mjere ishoda za svaki strategijski cilj, kao i šta je to potrebno da se uradi da bi se ciljevi ostvarili. Da bi se cijeli posao sinhronizovano uradio, potrebno je šematski prikazati

<sup>168</sup> Stevanović dr Tatjana: Sistem mjera performansi kao osnov strategijske i operativne kontrole osiguravajućih kompanija, 44. Simpozijum Saveza računovodstvenih radnika Srbije na temu: “Podrška upravljanju rizicima finansijskih institucija“, Zlatibor, Srbija, 2013, str. 300-301.

dejstvo mjera sa uzročno-posljedičnim dejstvom tih mjera na ostvarivanje ciljeva i performansi kompanije osiguranja.

Dejstvo strategijskih mjera kojima se ostvaruju strategijski ciljevi osiguravajuće kompanije, mogu se prikazati na slici br.1.



Slika br. 1: Uzročno posljedične relacije mjera u kompaniji osiguranja<sup>169</sup>

<sup>169</sup> Stevanović dr Tatjana: Sistem mjera performansi kao osnov strategijske i operative kontrole osiguravajućih kompanija, 44. Simpozijum Saveza računovodstvenih radnika Srbije na temu: “Podrška upravljanju rizicima finansijskih institucija“, Zlatibor, Srbija, 2013, str. 302.



## 5.2. Direktive Evropske unije za harmonizaciju osiguranja života

Za uspješno poslovanje kompanija životnog osiguranja, od posebne važnosti su "Direktive Evropske unije koje se odnose na harmonizaciju osiguranja života". Da bi se obezbjedila sigurnost i jedinstvenost u oblasti osiguranja na evropskom tržištu, izvršena je harmonizacija osiguranja života u Evropskoj uniji. Isto je urađeno i putem direktiva Savjeta EEZ. Prvom direktivom za osiguranje života (iz 1961.godine) uspostavljeno je jedinstveno tržište za cijelu Evropsku ekonomsku zajednicu.

U poslovima osiguranja života, kompanija za osiguranje treba da ima:

- (1) sredstva tehničke rezerve,
- (2) marginu solventnosti, i
- (3) garantni fond.

Sredstva tehničke rezerve treba da su u obimu u kome se mogu uredno izvršavati dospjele obaveze. Marginu solventnosti čini osnivački kapital, sredstva rezerve, neraspoređena dobit i druga sredstva koja služe za izvršavanje obaveza iz ugovora. Minimalna margina solventnosti iznosi 4% od matematičke rezerve, a formira se za vrste osiguranja kod kojih je prisutna matematička rezerva. Garantni fond kod osiguranja života iznosi 1/3 margine solventnosti. Ovaj fond treba obezbijediti, da kompanija za osiguranje ima onoliko sredstava da margina solventnosti ne bude ispod propisanog minimalnog iznosa garantne rezerve. Minimum sredstava garantne rezerve za kompanije iznosi 800.000 evra. Druga direktiva za osiguranje života (iz 1990. godine) je stvorila pravni osnov za funkcionisanje jedinstvenog tržišta osiguranja. Najveći dio ove direktive je posvećen sredstvima tehničke rezerve i plasmanu tih sredstava.

Direktiva za osiguranje života (iz 2002. godine) ima za cilj da nacionalna tržišta osiguranja života poveže u jedinstveno integrisano tržište. Ova direktiva, u posebnom trećem dijelu navodi, da je svaka kompanija za osiguranje života dužna da formira dovoljne tehničke rezerve, uključujući i matematičku rezervu. Tehnička rezerva osiguravajuće kompanije života treba da bude pokrivena imovinom i to:

- (1) investicijama (u hartije od vrijednosti),
- (2) dugovanjima i potraživanjima (kao što su dugovi reosiguranja),
- (3) iz novca deponovanog u banci.

U pogledu investicija, direktno se nalaže da osiguravajuće kompanije ne smiju investirati:

- (1) više od 10% ukupnih tehničkih rezervi u jednu nepokretnost ili više nepokretnosti koje predstavljaju jednu cjelinu,
- (2) više od 5% u akcije i druge hartije od vrijednosti istog lica,
- (3) više od 5% u neobezbjedene zajmove,
- (4) više od 3% u gotovini.

Pored toga, kod investiranja svaka osiguravajuća organizacija treba da vodi računa o određenim marginama solventnosti. Investiranje, pored naprijed naznačenog u direktivama, osim prinosa, treba da obezbijedi i solventnost, odnosno zaštitu osiguranika. Osnovni principi kod investiranja su:

- (1) stabilnost dobiti (ulaganja u državne, korporativne i hipotekarne obveznice),
- (2) likvidnost (koja se postiže regularnom upotrebom prihoda od premije),
- (3) vremenska usklađenost obaveza i ulaganja,
- (4) regulacija investicionih ciljeva (da se u svakom momentu ispune preuzete obaveze),
- (5) preuzimanje rizika i izlaganje riziku ulaganja,
- (6) oporezivanje i investiranje (oslobađanje od poreza).

### **5.3. Strategije upravljanja portfoliom kompanija osiguranja života**

Kompanije životnog osiguranja raspolažu sa stabilnim dugoročnim izvorima sredstava, pa je logično i ispravno da ove kompanije najviše investiraju u dugoročne državne ili korporativne obveznice. U američkim kompanijama osiguranja, oko 55% njihove ukupne aktive je uloženo u obveznice. U drugoj grupi po obimu su ulaganja u hipotekarne kredite. Kod opšteg osiguranja najviše se ulaže u vlasničke korporativne hartije od vrijednosti, iz razloga što su rezerve ovih organizacija manje nestabilne, a potencijalni gubici veliki. Američke kompanije opšteg osiguranja, pored dominantnog ulaganja u akcije, ulažu u municipalne obveznice, jer su prinosi na ulaganja u ove obveznice oslobođeni poreza. To stvara mogućnost sigurnijeg ulaganja i ostvarivanje većeg prinosa.

Može se reći, da postoje dva osnovna razloga zašto je životno osiguranje relativno slabo razvijeno u BiH i Republici Srpskoj. Prvi razlog se odnosi na činjenicu, da stanovništvo nije naviklo na osiguranje, a što predstavlja naslijeđe iz bivše SFRJ. Drugi razlog se odnosi na činjenicu prisustva niskog životnog standarda, pa stanovništvo više brine o zadovoljavanju osnovnih svakodnevnih životnih potreba (samo da se prehrane i prežive), a

ne da uplaćuju još i premiju životnog osiguranja. Inače, osiguravajuća društva životnih osiguranja imaju visoke i stabilne prihode. Kod ovih osiguravajućih društava prilivi sredstava su predvidljivi (zaključuje se ugovor na najmanje 10 godina), tako da oni mogu uskladiti svoje plasmane sa izvorima sredstava.

Kao što je život ograničen, tako su ograničene i radne sposobnosti i radni vijek pojedinca. Osiguranje života predstavlja način za otklanjanje rizika koji potiču iz navedenih okolnosti. Najčešći oblik osiguranja odnosi se na slučajevne nedostatke sredstava za život u slučaju gubljenja radne sposobnosti. Druga grupa rizika, od kojih se stanovništvo osigurava, odnosi se na rizike zaštite i održavanja zdravlja. Osnovni oblici osiguranja života su:

- (1) osiguranje života u užem smislu,
- (2) osiguranje od nesposobnosti za rad,
- (3) anuitetno osiguranje, i
- (4) zdravstveno osiguranje.

Zajednička karakteristika za sve oblike osiguranja jeste, da imaju karakter dugoročne štednje i da se može procijeniti vjerovatnoća osiguranog slučaja. Zaključivanjem ugovora o osiguranju, osiguravajuće kompanije izdaju polisu životnog osiguranja i preuzimaju potencijalne rizike. Kompanije životnog osiguranja formiraju svoje portfolie u skladu sa svojom investicionom politikom i strategijom. To znači, da od politike investiranja kompanije životnog osiguranja, zavisi i struktura njenog portfolia. U konstrukciji portfolia koriste se različiti pristupi, a najčešće su to: (1) pasivna, i (2) aktivna investiciona strategija.

Pasivna investiciona strategija polazi od ulaganja koja se temelje na unaprijed poznatim pravilima (podaci iz prošlih ulaganja). Tipičan primjer pasivnog portfolia menadžmenta jeste investiranje zasnovano na praćenju tržišnog indeksa. Strategija portfolia takvog fonda formira se tako da se tačno prati tržišni indeks.

Aktivna investiciona strategija se široko diferencira i polazi od: (a) vremenskog prilagođavanja i praćenja tržišta, (b) prepoznavanja propulzivnih privrednih grana i ulaganja u iste, (c) selekcije propulzivnih hartija od vrijednosti.

Strategija vremenskog prilagođavanja finansijskom tržištu više se koristi kod obveznica nego kod akcija. Strategija portfolio rizika usklađuje se prema prognozama ponašanja

tržišta, tako da se kod obveznica procjenjuju buduće promjene kamatnih stopa. Ako se očekuje rast kamatnih stopa, tada će cijene obveznica opadati i u tom slučaju se skraćuje trajanje portfolia. Ako se procjenjuje da će doći do smanjenja kamatnih stopa, tada portfolio menadžment produžava trajanje dotičnog portfolia. Strategija prepoznavanja propulzivnih privrednih grana, zasniva se na identifikaciji privrednih grana kod kojih se očekuje rast ili pad njihovih hartija od vrijednosti. Strategija selekcije pojedinačnih hartija od vrijednosti sastoji se u tome da portfolio menadžeri pronalaze potcijenjene hartije od vrijednosti i od njih sastavljaju optimalni portfolio.

Imajući u vidu da su portfolia osiguravajućih kompanija, s obzirom na strukturu portfolia, veoma rizična, neophodno je imati strategije za smanjenje rizičnosti portfolia. Strategije kojima se smanjuje rizik kod upravljanja portfoliom poznate su kao:

- (1) strategija imunizacija portfolia reinvestiranjem, i
- (2) imunizacija putem trajanja portfolia.

Strategija imunizacije portfolia predstavlja zaštitu portfolia dugoročnih obveznica osiguravajućih kompanija, od djelovanja rizika, putem reinvestiranja tj. ulaganjem u nove obveznice. Imunizacijom se minimizira rizik, jer se putem reinvestiranja kompenziraju kapitalni gubici koji nastaju usljed rasta kamatnih stopa, rastom prinosa od reinvestiranja. Imunizacija putem trajanja portfolia se obezbjeđuje tako, da se konstruiše portfolio obveznica čije prosječno trajanje odgovara prosječnom roku dospelja obaveza. Može se konstruisati i kombinovani portfolio obveznica i primjeniti kamatni fjučersi, te na taj način izvršiti imunizacija portfolia u osiguravajućim kompanijama.

#### **5.4. Strategija upravljanja portfoliom kompanija osiguranja imovine**

Osiguravajuće kompanije koje se bave osiguranjem imovine istu osiguravaju od opasnosti i rizika. Osiguranje imovine ima za cilj nadoknadu štete koja bi se dogodila na osiguranoj imovini. Nadoknada štete u osiguranju pretpostavlja postojanje ugovora o osiguranju koji može zaključiti svako pravno ili fizičko lice u zavisnosti od interesa. Pod osiguranjem imovine podrazumijeva se osiguranje određenih stvari (pokretnih i nepokretnih), imovinskog interesa (osiguranje zaštite interesa i imovinskog prava) te osiguranje od odgovornosti, garancijsko osiguranje, osiguranje života, i sl.

Osnovna svrha osiguranja imovine jeste da se obezbjedi nadoknada štete koja bi se desila na imovini osiguranika zbog nastupanja osiguranog slučaja. Ključni principi kod nadoknade štete su:

- (1) da iznos naknade ne može biti veći od štete koju je osiguranik pretrpio nastupanjem osiguranog slučaja,
- (2) da se pri utvrđivanju iznosa štete uzima u obzir izgubljena dobit samo ako je to ugovoreno,
- (3) da se naknada osiguranja u osiguranom periodu isplaćuje za svaku štetu pojedinačno bez obzira na broj,
- (4) da se u slučaju kada je vrijednost osigurane stvari sporazumno utvrđena, naknada štete isplaćuje prema toj vrijednosti.

Osiguravajuće kompanije kod osiguranja imovine mogu biti dvostruko orjentisane i to prema:

- (a) automobilima, poljoprivrednim mašinama i sl.,
- (b) privredi gdje se osiguravaju proizvodni kapaciteti (hale i mašine), sva ostala imovina, izvršenje određenih poslova, ugovora i sl.

Zbog obima poslova osiguranja imovine, kompanije koje se bave tim poslovima raspolažu sa velikim sredstvima. Osiguravajuće kompanije su dužne vlasnicima polisa obezbjediti isplatu određenog iznosa sredstava u budućnosti u slučaju kada se desi osigurani slučaj. Shodno ugovorima o osiguranju ove kompanije dolaze do sredstava periodičnom uplatom premija. Te uplate se povremeno akumuliraju i potrebno je da se iskoriste na drugi način kao što je za investiranje. Zato je potrebno upravljati portfoliom kompanija osiguranja.

Investiciona strategija portfolia kompanija osiguranja imovine je određena prirodom posla, kao i izvorima sredstava. Ove kompanije najveći dio sredstava investiraju u obične akcije, a na drugom mjestu poslije njih su preferencijalne akcije i visoko kvalitetne obveznice. U pogledu smanjenja rizika portfolia, primjenjuje se strategija imunizacije portfolia osiguravajuće kompanije, koja se temelji na nekoliko pretpostavki, kao što su:<sup>170</sup>

---

<sup>170</sup> Izvor: Rizici investiranja u obveznice i osnovni koncept upravljanja portfoliom obveznica, [www.ekof.bg.ac.rs](http://www.ekof.bg.ac.rs)

- (1) da neće biti realizacije kreditnog rizika, tj. da će sva potraživanja po osnovu ulaganja biti naplaćena, što je važno kod izbora aktive (slabija aktiva znači veći prinos, ali i veći kreditni rizik),
- (2) da se lako mogu predvidjeti novčani tokovi, koje donosi investiranje, što nije ispunjeno kod nekih oblika aktive sa fiksnim prinosom (primjer hipotekarne obveznice),
- (3) likvidnost svih elemenata, što znači da se hartije od vrijednosti mogu prodati u svakom trenutku radi prilagođavanja portfolia,
- (4) imunizacija podrazumijeva da su promjene jednake za sve rokove dospjeća, tj. da se kriva prinosa pomjera paralelno.

Osiguravajuće kompanije za osiguranje imovine mogu preuzimati veće rizike od kompanija životnog osiguranja, jer one investiraju svoja sredstva, a ne sredstva vlasnika polisa životnog osiguranja. Ove kompanije treba da održavaju permanentnu likvidnost, a jedan od rizika sa kojim se susreću jeste rizik inflacije. Najbolja zaštita od ovog rizika je ulaganje u obične akcije. Kompanije za osiguranje imovine po pravilu vode agresivnu politiku kod plasiranja sredstava iz svog portfolia. Portfolio menadžer ima pravo da politiku investiranja usmjeri u visoko kvalitetne obične i preferencijalne akcije, dok obveznice služe kao rezerva likvidnosti i mogu se tretirati kao dio defanzivne strategije u investiranju sredstava. Ove kompanije često u praksi imaju i velike gubitke koje kompenzuju prinosima od investiranja. Pošto su dividende ovih kompanija zavisne od prinosa njihovog portfolia, daje se veliki značaj upravljanju sa strategijom portfolio kompanija za osiguranje imovine.

**Peti dio:**  
**MODELI OCJENE I MJERENJA RIZIKA PERFORMANSI  
INVESTICIONIH FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

**1. MODELI OCJENE BONITETA EMITENATA HARTIJA OD  
VRIJEDNOSTI INVESTICIONIH FONDOVA NA  
FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

**1.1. Bonitet emitenata hartija od vrijednosti investicionih fondova na finansijskom  
tržištu**

Bonitet emitenata hartija od vrijednosti je od posebne važnosti za kupovinu i prodaju hartija od vrijednosti na finansijskom tržištu. Pod pojmom boniteta<sup>171</sup> obično se podrazumijeva formalno i materijalno svojstvo subjekta koje ga čini sigurnim dužnikom, bez obzira o kojem se subjektu radi kao emitentu hartija od vrijednosti. Subjekt može da bude: preduzeće, korporacija, uslužna firma ili banka. Hartije od vrijednosti koje emituju navedeni subjekti, predstavljaju predmet “očekivanja“ kupaca i prodavaca ovih hartija od vrijednosti u budućem periodu. Tu se, prije svega radi o budućem prinosu akcija i obveznica, kao i drugih hartija od vrijednosti, koje su predmet kupoprodaje na finansijskom tržištu.

To znači, da bonitet kao svojstvo pretpostavlja materijalnu i dobru reputaciju emitenta u poslovnom svijetu.<sup>172</sup> Kada je riječ o bonitetu finansijske institucije (banke), tada se pod tim pojmom prvenstveno podrazumijeva kreditna sposobnost banke, koja se procjenjuje po tome kako ona posluje i kako odgovara svojim obavezama.<sup>173</sup> Slično se o bonitetu govori i na način, da je to pojam koji obuhvata cjelokupno poslovanje tj. poslovnu sposobnost preduzeća ili banke, ne samo u datom momentu, već trajnije u budućnosti.<sup>174</sup>

Bonitet banke kao dužnika zavisi u prvom redu od visine njenog kapitala (osnivačkog – akcijskog kapitala), visine i strukture sredstava i rezervi, s jedne strane, te oblika, načina i strukture plasmana, s druge strane. Dok se visina i kvalitet kapitala, odnosno izvori

---

<sup>171</sup> Bonitet potiče od latinske reči “bonus“, koja znači dobar, odnosno predstavlja skup osobina jednog subjekta, koje ga čine dobrim i sigurnim dužnikom.

<sup>172</sup> Međutim, pojmu boniteta se posvećuje nešto više pažnje u “Ekonomskoj enciklopediji“, gdje se detaljnije pravi razlika između boniteta banaka kao finansijskih institucija i boniteta preduzeća. Vidi detaljnije: Ekonomska enciklopedija, druga knjiga, Savremena administracija, Beograd, 1984, str. 170.

<sup>173</sup> Finansijski leksikon, redaktor Perišin dr Ivo, Informator, Zagreb, 1962, str. 45.

<sup>174</sup> Privredni leksikon, Informator, Zagreb, 1961, str. 62.

sredstava banke, mogu vidjeti odmah iz bilansa banke, način i kvalitet plasiranih sredstava tj. kredita teže je sagledati. Upravo radi toga i radi zaštite ulagača i depozitara, država direktno preko centralne banke propisuje određene restriktivne i kontrolne mjere i vrši neposredan nadzor nad poslovanjem banaka. Usko sa bonitetom banke treba posmatrati i bonitet preduzeća kao bančinog dužnika, ali i bonitet preduzeća kao emitenta hartija od vrijednosti.<sup>175</sup>

Pored boniteta banke kao privrednog subjekta i pravnog entiteta, važno je znati šta se smatra bonitetom preduzeća kao bančinog dužnika i bonitetom preduzeća kao emitenta vlasničkih i zajmovnih (debitnih) hartija od vrijednosti. Najkraće rečeno, bonitet preduzeća zavisi od njegove kreditne sposobnosti i likvidnosti. Kreditna sposobnost preduzeća, kao dužnika, utvrđuje se na osnovu bilansa i izveštaja o finansijskom poslovanju preduzeća, pri čemu se posebno analiziraju stanja, oblici i vrste zaliha i tok gotovine u preduzeću (“cash flow“). Naravno, i ovdje se pravi razlika u zavisnosti od dužine perioda vraćanja kredita (dugoročni, srednjoročni, kratkoročni). U zavisnosti od toga, pored internih faktora, u analizu se uključuju i tržišni elementi, tehnologija, savremenost proizvodnje, konkurencija i sl. Analizu i ocjenu kreditne sposobnosti preduzeća kao zajmotražioca, vrše banke prije donošenja odluke o podnijetom zahtjevu za kredit.

Ocjenu boniteta preduzeća i banka kao emitenata hartija od vrijednosti, vrše za to posebno osposobljene nezavisne firme, koje se zovu zajedničkim imenom rejting agencije ili rejting firme. Za informacije o bonitetu preduzeća i banka kao emitenata hartija od vrijednosti, zainteresovana je mnogobrojna publika direktnih i indirektnih investitora, koji su direktno kao firme ili indirektno preko investicionih kompanija i fondova, kao pojedinci zainteresovani za kupovinu i prodaju od njih emitovanih hartija od vrijednosti. Svrha ove ocjene boniteta emitenata jeste, da se pomogne investitorima u donošenju njihovih odluka o kupovini ili prodaji određenih emitovanih hartija od vrijednosti.

Imajući u vidu ulogu banaka na finansijskom tržištu, posebno je važno kako se ocjenjuje njihov bonitet. Bonitet banke kao finansijske institucije je kompleksan pojam, pod kojim se podrazumijeva analiza: (1) obima i kvaliteta kapitala banke, (2) kvaliteta i struktura aktive, (3) kvaliteta menadžmenta, (4) nivoa zarade akcionara i (5) zadovoljavajućeg stepena

---

<sup>175</sup> Kada preduzeće želi da emituje hartije od vrijednosti, ono mora da dobije saglasnost državne Komisije za hartije od vrijednosti, kako se ne bi desilo, da preduzeće sa lošim performansama ili sa gubitkom, prikuplja novac od investitora putem prodaje hartija od vrijednosti za rješavanje svojih finansijskih problema ili za pokriće gubitka. Smisao investiranja u hartije od vrijednosti je zarada (dividenda na akcije, kamata na obveznice), a ne rješavanje finansijskih problema preduzeća.



likvidnosti banke. Svaki od navedenih elemenata je složen od više pokazatelja i svi se mogu zajedno iskazati preko zajedničkog imenitelja i mogu poslužiti za analizu, mjerenje i ocjenu boniteta poslovne banke.<sup>176</sup>

Kvalitet finansijskih instrumenata se mjeri performansama i bonitetom njihovih emitenata ili izdavalaca. Najveće rangiranje kvaliteta imaju oni finansijski instrumenti kod kojih se ne postavlja pitanje:<sup>177</sup> (1) ispunjavanja utvrđenih obaveza debitora, (2) gubitka kapitala investitora, i (3) nedostatka likvidnosti. Kvalitet hartija od vrijednosti je strogo povezan sa ukupnom strukturom hartija od vrijednosti u bilansima “holdera”, pošto se u uslovima dominacije kvalitetnih hartija od vrijednosti, relativiziraju svi ostali aspekti strukture. U uslovima dominacije manje kvalitetnih hartija od vrijednosti, diversifikacija portfolia hartija od vrijednosti postaje prvorazredni zadatak “holdera”.

Na perfektно izgrađenim finansijskim tržištima, visoko kvalitetne hartije od vrijednosti se smatraju nerizičnim u pogledu izmirenja osnovnih finansijskih obaveza. Takve su, na primjer, državne-federalne hartije od vrijednosti na tržištu u SAD. Obveznice kompanija ne posjeduju takav rang kvaliteta, zbog čega je neophodna dobra tržišna informisanost o stepenu rizičnosti hartija od vrijednosti pojedinih kompanija. U razvijenim tržišnim ekonomijama, aktuelne informacije o potencijalnim rizicima neplaćanja obaveza daju specijalne investicione i savjetodavne institucije (“institucional investors”).

Kvalitet hartija od vrijednosti vezan je za njihovog izdavaoca, odnosno emitenta, ili još konkretnije vezan je za sadašnje i buduće poslovanje izdavaoca ili emitenta hartija od vrijednosti. Stoga je od posebnog značaja, kako se mjeri kvalitet, odnosno bonitet poslovanja emitenata i kako se vrednuju ti podaci od strane zainteresovanih kupaca i prodavaca hartija od vrijednosti na tržištu kapitala. Kad je riječ o organizovanom tržištu hartija od vrijednosti, tada se mjere i globalne tržišne performanse tržišta hartija od vrijednosti. Za projekciju budućih kretanja performansi hartija od vrijednosti, važno je poznavanje globalnih kretanja na tržištu i praćenje nacionalne ili čak i međunarodne ekonomije.<sup>178</sup>

---

<sup>176</sup> Vidi detaljnije: Ćurčić dr Uroš: Bankarski portfolio menadžment – Strategijsko upravljanje bankom, bilansima, kvalitetom, bonitetom i portfolio rizicima banke, drugo prošireno i prerađeno izdanje, Feljton Novi Sad, 2002, str. 318-319.

<sup>177</sup> Jović dr Srboljub: Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990, st. 438.

<sup>178</sup> Pošto su finansijska tržišta globalizovana, nije važno samo da bude “zdravo” nacionalno tržište, već da je i međunarodna ekonomija u cjelini ili datim okvirima sa zdravim i normalnim nivoom performansi.

Ključni element boniteta jedne kompanije jeste njena zarada, tj. njena ostvarena dobit, odnosno profit. Međutim, zarada ili profit predstavlja rezultat svih poslovnih napora kompanije ili banke, radi ostvarenja zarade ili profita. Ako preduzeće nije ostvarilo dobit (profit) ili ako je dobit (profit) ostvarena, ali je nezadovoljavajuća, odnosno ispod prosjeka, tada će kompanija ili banka doći u situaciju da ne mogu da isplate očekivanu ili planiranu dividendu (na akcije), ili da imaju problema sa isplatom glavnice i kamata (na obveznice). Takva situacija može da ima ozbiljne posljedice na kretanje tržišnih cijena akcija ili obveznica, koje je kompanija ili banka emitovala, pa i na budući trend kretanja tržišnih cijena njihovih hartija od vrijednosti.

Jedan od najvažnijih faktora rizika jeste, rizik neplaćanja obaveza po osnovu emitovanih hartija od vrijednosti, odnosno kreditni tj. defolt rizik ("default risk"), koji se odnosi na buduće obaveze po osnovu dividende (akcije) i na buduće isplate glavnica i kamata (obveznice). Veliku pomoć pri donošenju odluka kupoprodaje hartija od vrijednosti upravo imaju javno objavljene ili posebno plaćene informacije o rejtinzima emitenata hartija od vrijednosti, koje periodično utvrđuju nezavisne rejting agencije.

## **1.2. Rejtinzi emitenata hartija od vrijednosti investicionih fondova na finansijskom tržištu**

Kreditni rejting se kontinuirano u određenim periodima ili poslije određenih promjena, prati kako na nivou zemlje tj. države, tako i na nivou privredne grane, djelatnosti, pa sve do poslovanja pojedinih firmi, tj preduzeća i banaka. To se najbolje vidi preko tipova i vrsta kreditnog rizika, koji obuhvata: <sup>179</sup>

- (1) rizik prestanka plaćanja ostatka obaveza ili kredita ("default risk"),
- (2) rizik smanjenja kreditnog rejtinga ili statističkog smanjenja (agencije Fitch, Moody's ili S&P) usljed smanjenja zarade i finansijske moći plaćanja obaveza ("downgrade risk"),
- (3) rizik rasta sprijeda ("spread") preko referentne stope, što se odražava na ostatak duga, odnosno obaveze ("credit spread risk").

Saglasno potrebi utvrđivanja rejtinga prema navedenim tipovima i vrstama kreditnog rizika, postoji nekoliko važnijih agencija za kreditne rejtinga, među kojima se posebno

---

<sup>179</sup> Anson J.P. Mark, Fabozzi J. Frank, Choudhry Moorad, Chen Ren-Raw: Credit Derivatives Instruments, Applications, and Pricing, The Frank J. Fabozzi Series, John Wiley&Sons, Hoboken, New Jersey, 2004, str. 5-6.

izdvajaju: Moody's, Standard & Poor's (S&P) i Fitch. Tako su ove agencije utvrdile kreditne rejtinge za navedene zemlje, što se može prikazati na sljedećoj slici br.1:

Država	Agencije za kreditne rejtinge			Stepen rizika investicija
	Moody's	S&P	Fitch	
SAD	Aaa	AA+	AAA	Aaa/AAA minimalan
Japan	Aa3	AA-	AA	Aa/AA vrlo nizak
Austrija	Aaa	AAA	AAA	A/A nizak
Kipar	Baa3	BBB	BBB	Baa/BBB umeren
Francuska	Aaa	AAA	AAA	Ba/BB znatan
Njemačka	Aaa	AAA	AAA	B/B visok
Grčka	Ca	CC	CCC	Caa/CCC veoma visok
Italija	A2	A	A+	
Slovenija	Aa3	AA-	AA-	

Slika br. 1: Utvrđeni stepen rizika investiranja od strane agencija

Međutim, to nije dovoljno, pošto je riječ o globalnom kreditnom rejtingu jedne zemlje. Za poslovanje sa hartijama od vrijednosti na finansijskom tržištu, potrebno je imati u vidu rejtinge pojedinih emitenata hartija od vrijednosti (akcija i obveznica), da bi se ocjenio stepen sigurnosti ulaganja u konkretne hartije od vrijednosti svakog emitenta. Sljedeći pregled br. 1 upravo pokazuje detaljnije investicione stepene i sumarne opise stepena kvaliteta emitovanih hartija od vrijednosti.

<b>Fitch</b>	<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>Sumarni opisi</b>
<b>Investicioni stepen</b>			
AAA	Aaa	AAA	Prvorazredni, maksimalno siguran, najniži rizik
AA+	Aa1	AA+	Visok stepen kvaliteta, kredit visokog kvaliteta
AA	Aa2	AA	
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	Viši-srednji stepen sigurnosti
A	A2	A	
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	Niži-srednji stepen sigurnosti
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	
<b>Špekulativni stepeni</b>			
BB+	Ba1	BB+	Nizak stepen sigurnosti - špekulativni
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	
B+	B1	B	Visoko špekulativni stepen
B	B		
B-	B3		
<b>Predominantno špekulativni, substancionalni rizik ili defolt ('default')</b>			
CCC+	Caa	CCC+	Substancionalni rizik (in poor standing)
CCC		CCC	
CC	Ca	CC	Vrlo špekulativni, možda u defoltu ("default")
C	C	C	Ekstremno špekulativni
		CI	Prihodne obveznice – neće biti plaćena kamata
DDD			Defolt ("default")
DD			
D		D	

Pregled br. 1: Sumarni dugoročni rejtinzi i simboli obveznica<sup>180</sup>

Gotovo svi rejting sistemi polaze od toga, da se svi emitenti hartija od vrijednosti svrstavaju u tri grupe: (a) investicioni emitenti, (b) špekulativni emitenti i (c) pretežno špekulativni emitenti sa defolt rizikom ("default risk"). U okviru svake od navedenih grupa, razvrstani su rejtinzi sa sljedećim značenjima: u okviru investicione grupe sa tri AAA, kao prvorazrednog, preko dva AA kao visokog, jednog A kao višeg srednjeg i tri BBB, kao nižeg srednje rejtinga. Špekulativna grupa obuhvata dva BB kao niski rejting sigurnosti, a jedan B kao visoko špekulativni rejting. Naredna grupa rejtinga su predominantno špekulativnog karaktera: tri CCC do jedan C. Konačno rejting tri DDD do jedan D predstavljaju mogući, odnosno stvarni defolt rizik.

Kada je riječ o obveznicama, navedeni rejting sistem ukazuje investitorima (stvarnim i potencijalnim) na mogućnost nastanka rizika od izostanka plaćanja. Veća mogućnost rizika

<sup>180</sup> Ibidem, str. 26.

izostanka plaćanja obveznice, dovodi do rasta njene premija rizika, a time i do rasta obećanog prihoda do dospjeća obveznice. Ako je rejting veći, tada obveznice treba da imaju niži obećani prihod do dospjeća, i obrnuto. Rejting agencija pokazuje relativne, a ne apsolutne nivoe rizika. Stvar je svakog investitora u kojoj mjeri će procijeniti korisnost potrebe primjene određene grupe rizika.

“Default risk” odnosi se na tokove gotovine investicija, koji se razlikuju od očekivanih tokova gotovine. Međutim, postoje neke investicije, koje obećavaju tokove gotovine, ukoliko se urade. Na primjer, to je slučaj, kada banka odobrava kredit (pozajmljuje nekome novac) za određeni posao ili kupuje korporativne obveznice. Korisnik kredita može da “propusti” da plati (“default risk”) kamatu i ratu glavnice o roku na pozajmljena sredstva tj. kredit. Korisnici kredita sa većim “default” rizikom, trebali bi da plaćaju veće kamatne stope na pozajmljena sredstva, nego oni korisnici kredita sa manjim “default” rizikom.<sup>181</sup>

Modeli “default” rizika mjere konsekvence specifičnog “default” rizika kompanije na obećani prinos. Dok se diversifikacija koristi da bi se objasnila, zašto specifičan rizik kompanije nije “uključen” u cijenu očekivanog prinosa na akcijski kapital, ista racionalnost ne bi se mogla primjeniti na hartije od vrijednosti, koje imaju limitiran potencijal porasta rejtinga i mnogo veći potencijal pada rejtinga tokom specifičnih događaja.

Kod emitovanih obveznica kuponi su fiksni u vrijeme emitovanja i ovi kuponi reprezentuju tok gotovine obveznice. Najbolji scenario za investitora jeste da primi obećani tok gotovine, pošto investitor ne učestvuje više od toga toka gotovine, čak i u slučaju da je kompanija veoma uspješna. Svi ostali scenariji sadrže samo “loše” vijesti, kroz promjene stepena, sa ostvarenim tokom gotovine manjim od obećanog toka gotovine. Dakle, očekivani prinos na korporativnu obveznicu je vjerovatno refleksija specifičnog “default” rizika kompanije koja je emitovala obveznicu.

Posebno je važno razmotriti determinante “default” rizika. “Default” rizik kompanije predstavlja funkciju dvije varijable: (a) prva je kapacitet kompanije da generiše tok gotovine u operativnom poslovanju, (b) druga se odnosi na njene finansijske obaveze, isključivo kamatu i plaćanja rata glavnice. Kompanija, koja generiše visok tok gotovine u odnosu na svoje finansijske obaveze, treba da ima niži “default” rizik nego kompanija koja generiše nizak tok gotovine u odnosu na sopstvene finansijske obaveze. Ipak, kompanije sa

---

<sup>181</sup> Aswath Damodaran: Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, second edition, Wiley & Sons, New York, 2002, str. 78-82.

značajnim postojanjem investicija koje generišu visok tok gotovine će imati niži “default” rizik nego što će ga imati firme koje nemaju takve investicije. Na važnost tokova gotovine kompanije, “default” rizik takođe utiče na volatilitnost ovih tokova gotovine. Šta više postoji stabilnost u tokovima gotovine, to je niži i “default” rizik kompanije. Kompanije koje posluju u predvidivom okruženju i imaju stabilno poslovanje, imaće niži “default” rizik nego što će ga imati slične kompanije koje posluju u cikličnom ili volatilnom poslovanju.<sup>182</sup>

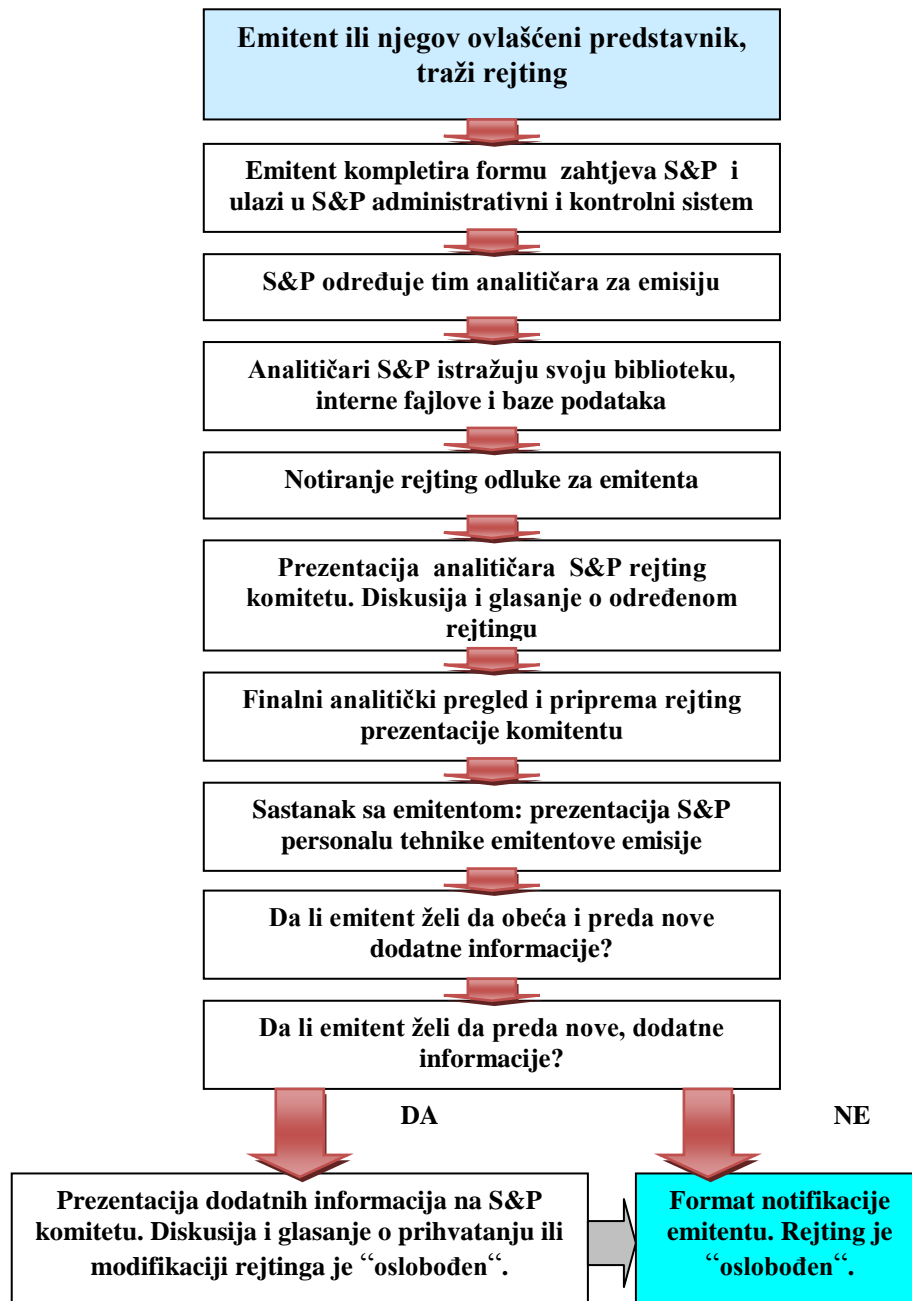
Zato je važno sagledati proces rejtinga obveznica i kamatnih stopa za nekog investitora. Najviše modela “default” rizika koristi finansijske racije za mjerenje pokrivača toka gotovine (važnost toka gotovine u odnosu na obaveze) i kontrolu efekata industrije sa namjerom evaluiranja varijabilnosti tokova gotovine. Najviše korišćena mjera “default” rizika jeste rejting obveznice, koje je generalno određen od jedne nezavisne rejting agencije. Rejting proces jedne obveznice počinje, kada kompanija kao emitent, zatraži rejting svoje obveznice od strane nezavisne rejting agencije. Rejting agencija tada sakuplja informacije iz raspoloživih javnih publikacija i finansijskih izveštaja, kao i određene podatke i informacije iz kompanije. Nakon formiranja prve “slike” o rejtingu, rejting kompanija organizuje sastanak sa emitentom, da bi utvrdila ispravnost sopstvenog zaključka i donijela odluku o rejtingu kompanije kao emitenta. Ako se kompanija ne saglasi sa predloženim rejtingom, tada se kompaniji pruža prilika da prezentuje nove dodatne informacije.

Ovaj rejting proces se može prikazati šematski na sljedećoj slici br. 2:<sup>183</sup>

---

<sup>182</sup> Aswath Damodaran: Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, second edition, Wiley & Sons, New York, 2002, str. 79.

<sup>183</sup> Aswath Damodaran: Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, second edition, Wiley & Sons, New York, 2002, str. 80.



Slika br. 2: Rejting proces u nezavisnoj agenciji Standard & Poor's

Rejtinzi određeni od agencije S&P, kao od strane Moody's agencije su slovni rejtinzi. Rejting AAA S&P agencije i Aaa Moody's agencije su najveći rejtinzi, koji se daju ili dodjeljuju kompanijama koje imaju najmanji "default" rizik. Kako "default" rizik raste, tako rejting opada na dva AA, pa na jedno A, da bi preko tri BBB, dva BB i jednim B, odnosno do slova D, koje označava kompanije sa velikim "default" rizikom i mogućim bankrotom. Rejting iznad BBB agencije Standard & Poor's se kategorizuje iznad investicionog stepena rizika, koji reflektuje viđenje rejting agencije da je to relativno mali "default" rizik za investiranje u obveznice emitovane od takvih kompanija.

### 1.3. Model rangiranja (rejting) boniteta emitenata akcija

U zavisnosti od toga ko je emitent akcija i kako emitent posluje, postoji šest kategorija (rangova) vrijednosti akcija na tržištu: (1) plavi čipovi (“blue chips”), (2) rastuće (“growth”), (3) prihodne (“income”), (4) peni (“penny”), (5) međunarodne (“international”) i (6) incijalne (“intial public offerings”).<sup>184</sup>

Prvi rang, predstavljaju plavi čipovi (“blue chips”), tj. akcije američkih kompanija stare generacije, koje predstavljaju “krem” privrede (IBM, AT&T). Trgovanje ovim akcijama je dominantno među institucijama. Drugi rang, su mlade i nove kompanije sa visokim potencijalom rasta, koje koriste povoljne tržišne prilike (nafta, gas, kompjuteri, softver, biotehnologija). Njihove akcije su sa brzo rastućom dividendom i zato se zovu rastuće akcije (“growth stocks”). Treći rang su prihodne akcije (“income stocks”), kod kojih je akcenat na isplati dividende, pri čemu je rast važan u smislu zaštite dividende. Ovdje se uspješnost kompanije ocjenjuje prema iznosu dividende koju isplaćuje. Postoje kompanije koje godinama imaju stabilno poslovanje i stabilnu isplatu dividende (banke, javne usluge i sl.).

Četvrti rang, su tzv. peni akcije (“penny stocks”). To su ultimativne akcije malih kompanija čije su cijene ispod jednog dolara i koje nude visok rast cijena svojih akcija, ukoliko kao kompanije prežive. Problem je u tome, što vrlo mali broj ovih malih kompanija opstane na tržištu. Oslanjaju se na svoj špekulativni potencijal. Peti rang, su internacionalne akcije (“international stocks”), koje zbog nemogućnosti da ispune neke domaće zakonske i druge uslove, traže mogućnost emitovanja i prodaje na inostranom tržištu. Međutim, one su dužne da ispunjavaju uslove i kriterije tih tržišta gdje se emituju i prodaju.

Šesti rang, je incijalna prodaja akcija (“intial stock offering”), ili primarna emisija akcija novih kompanija koje počinju sa radom. Novac od prodaje ovih akcija ide direktno kompanijama za finansiranje rasta i razvoja novih proizvoda i sl. Pošto nova kompanija nema svoju istoriju, teško je procijeniti njen budući razvojni trend i cijene njenih akcija na sekundarnom tržištu.<sup>185</sup>

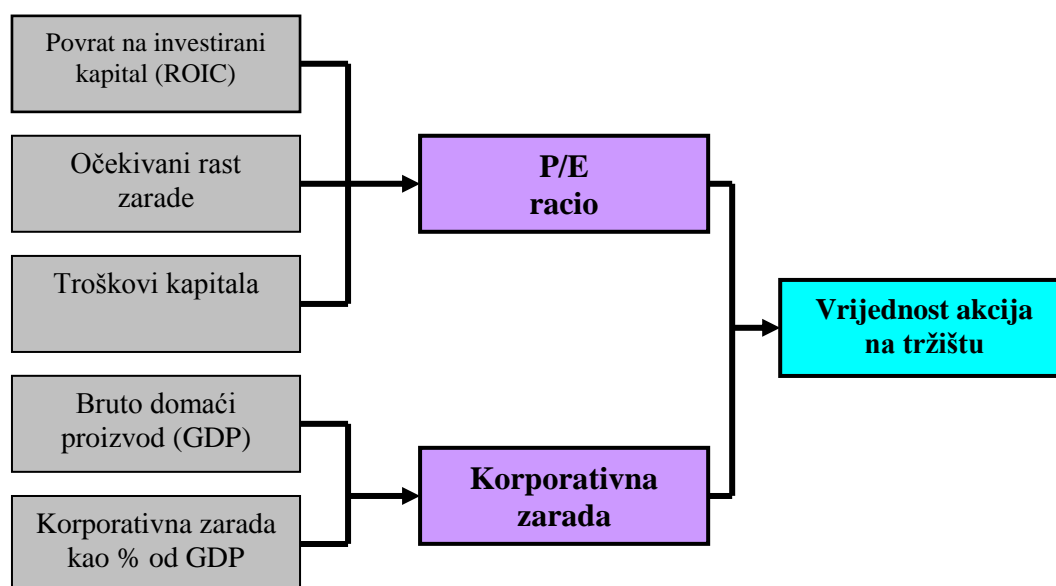
---

<sup>184</sup> Sutton David: Understanding the Stock Market - The Investor's Self - Teaching Seminars, Probus Publishing Company, 1989, str. 24-27.

<sup>185</sup> Koller Tim, Dobbs Richard, Huyett Bill: Value – The Four Cornerstones of Corporate Finance, McKinsey & Company, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2011, str. 83.



Da bi se sagledao mehanizam modeliranja tržišta akcija, treba poći od nekoliko elemenata. Prvo se polazi od tri faktora, a to su: (a) povrat na investirani kapital (ROIC), (b) očekivani rast zarade, i (c) troškova kapitala, kako bi se mogao ocijeniti zaradni racio, odnosno P/E racio (“price/earning”). Drugo, polazi se od dva faktora: (a) bruto domaćeg proizvoda (GDP) i (b) korporativne zarade kao procenta od BDP, kako bi se dobila korporativna zarada. Taj proces se može prikazati na sljedećoj slici br. 3.



Slika br. 3: Modeliranje tržišta akcija

Mnoge od ovih tehnika i kriterijuma za donošenje bazičnih odluka investiranja, nalazi se između ovih kategorija. Svako područje ima i svoje specifične faktore, koje treba pažljivo razmotriti. Za investitora je veoma teško, a često i nemoguće, da potpuno i detaljno poznaje sva područja od značaja za investiranje. Zato uspjeh investitora zavisi od poznavanja određenih odnosa i tendencija kretanja važnih elemenata na određenom tržišnom području poslovanja sa hartijama od vrijednosti. Veliku pomoć investitoru može da pruži poznavanje elemenata fundamentalne i tehničke analize potencijala investicionog tržišta.

#### 1.4. Analiza potencijala investicionog tržišta

U dosadašnjoj tržišnoj praksi prisutne su dvije glavne škole za analiziranje potencijala investicionog tržišta i akcija kompanija:<sup>186</sup> (1) fundamentalna analiza, i (2) tehnička

---

<sup>186</sup> Sutton David: Understanding the Stock Market Self-Teaching Seminars, One of Series of Hands On Workshops Dedicated to the Serious Investor, Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1989, str. 47-55.

analiza. Fundamentalna analiza se koncentriše na finansije i na efikasnost i efektivnost poslovanja kompanija kao emitenata. To je analiza kompanije, njene istorije i njenog potencijala. Tehnička analiza se odnosi na analizu kretanja akcija i uopšte se ne koncentriše na osnovne elemente kompanija. Drugim rečima, fundamentalna analiza je usmjerena na vrijednost, dok tehnička analiza fokusira trgovinu akcijama. Investitor treba da koristi oba metoda prilikom donošenja odluka o kupovini i prodaji akcija.

Osnovni elementi fundamentalne analize ukazuju da je jedna od determinanti vrijednosti akcija upravo vrijednost kompanije. Akcija reprezentuje vlasništvo kompanije. Ukoliko kompanija više vrijedi, utoliko bi i njene akcije trebale više da vrijede. Fundamentalna analiza stavlja u prvi plan istraživanja vrijednosti kompanije preko njenih finansija i njenog poslovanja. Pri tome je lakše izraziti vrijednost kompanije nego transformisati njenu vrijednost u cijenu akcija. Fundament ili temelj predstavlja stvar poslovne istorije, pri čemu je potreban talenat da se transformišu istorijski podaci u buduću vrijednost kompanije i da se to prevede na cijene njenih akcija.

Opšti podaci fundamentalne analize, polaze od analize industrije, primarnih trendova, novih razvojnih trendova, glavnih konkurenta i potencijala tržišta, da bi se sagledalo poslovanje kompanija. Ti podaci su:

- (1) analiza poslovne istorije kompanije,
- (2) istraživanje svih proizvoda i usluga,
- (3) analiza odnosa kompanije sa glavnim snadbjevačima i ključnim potrošačima,
- (4) analiza raspoloživosti kvalifikovanosti ljudskih resursa,
- (5) preliminarna analiza finansijskih podataka iz bilansa stanja i bilansa uspjeha, i
- (6) istraživačke i razvojne sposobnosti.

Specifični podaci fundamentalne analize su:

- (1) finansijski (ključni raciji, dobiti i iznos duga),
- (2) proizvodi i usluge (prodaja, posebnost, tržište, asortiman, licence),
- (3) menadžment tim: (iskustvo, stabilnost, starost, kritičnost),
- (4) marketing plan (tržišnost, razvoj prodajne mreže, prodajno tržište, troškovi prodaje),
- (5) analiza prihoda (struktura, kolebljivost, glavni kupci, budućí prihodi, učešće prodaje),
- (6) konkurencija na tržištu (ukupan broj konkurenata, glavni konkurenti, snaga konkurencije),

- (7) postrojenja (korišćenje kapaciteta, vlastita ili u lizingu, moderna ili stara postrojenja),
- (8) istraživanje i razvoj (koliko je procenat od ukupnog prihoda, koliko ima zaposlenih, inovacije),
- (9) zaposleni (organizovanost, da je bilo štrajka, koji su glavni problemi),
- (10) finansijski izveštaji (kapitalizacija kompanije, finansijski raciji, primarni akcionari),
- (11) istorija zarade (ukupna u zadnjih pet godina, po akciji, marža dobiti i projektovana dobit).

Osnovni element tehničke analize pokazuje, da li se tržište i akcije kreću u trendovima. Ovi trendovi su rezultat ponašanja investitora uslovljeni političkim, ekonomskim, monetarnim i međunarodnim događajima. Identifikovanje ovih trendova i prekretnica, jeste cilj tehničkog pristupa investiranju. Mada je navedena analiza na prvi pogled relativno jednostavna, u stvarnosti je ona vrlo složena. Prikupljanje podataka je “zamorno” kao i kod fundamentalne analize, ali je interpretacija zahtjeva značajna za razumijevanje ciklusa, kolebanja i drugih aspekata ovih teorija.

Mada teorija i praksa nude mnoge pristupe, može se reći da postoje tri glavna područja koncentracije tehničke analize, i to na:

- (a) sentimentalne indikatore,
- (b) indikatore toka sredstava, i
- (c) tržišne indikatore.

Sentimentalni indikatori uključuju aktivnosti učesnika na tržištu. Investitori kao udruženi fondovi, razni davaoci savjetodavnih usluga, članovi berze, razni specijalisti i donosioci kupoprodajnih odluka, bilježe indikatore svojih uvjerenja o radu tržišta.

Indikatori toka sredstava su korisni za tehničke analize, u ovom slučaju pokušavaju determinisati iznos raspoloživog novca za kupovinu akcija. Ovaj pristup se zasniva na bazičnim karakteristikama balansiranja ponude i tražnje. Analitičari žele da znaju koliki je iznos gotovine iz raznih izvora (razni fondovi, strani investitori, osiguravajuće kompanije i drugi institucionalni investitori) raspoloživ kao potencijalna tražnja za kupovinu akcija. Isto tako, analizira se i obim nove ponude akcija (nove emisije i ponuda na sekundarnom tržištu).

Tržišni indikatori (uključujući i individualne akcije) i ovaj set indikatora posmatra trendove izražene preko indeksa, volumena, tržišnih ciklusa i drugih indikatora zdravlja tržišta ili akcija. Kada su svi ili većina ovih indikatora u saglasnosti, tada se nastavlja kontinuitet u istom trendu. Trendovi mogu da budu kratki (tri do četiri nedjelje), srednjoročni (tri ili više mjeseci) i dugoročni (od jedna do pet godina). Svaki ima svoje sopstveno ciklično ponašanje sa tehničkim pristupom interpretacije zasnovanog na sakupljenim podacima. Navedeni indikatori predstavljaju osnovnu orijentaciju investitora na finansijskom tržištu, što omogućava investitorima da vrše sopstvenu ocjenu rizika i da ulažu svoja novčana sredstva na indikatore sa nižim nivoom rizika.

## **2. MODELI OCJENE I MJERENJA PERFORMANSI PORTFOLIA INVESTICIONIH FONDOVA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

### **2.1. Mjerenje performansi portfolia investicionih fondova na finansijskom tržištu**

S pravom se smatra, da investicioni fondovi nude čitav niz prednosti kod izbora ulaganja novčanih sredstava, kao što su:<sup>187</sup>

- (1) veliki izbor, tj. veliki broj različitih vrsta fondova za ulaganje,
- (2) sigurnost ulaganja, pošto fondovi ne mogu bankrotirati, a nema ni bojazni od pronevjere novca,
- (3) diversifikaciju rizika, tj. investiranje u različite hartije od vrijednosti,
- (4) pristup cjelovitim tržištima, jer ulagač i sa malim ulozima kupuje na cijelom tržištu,
- (5) profesionalni menadžment vodi poslovanje fonda, poznaje tržište i donosi odluke umjesto ulagača,
- (6) efikasnost troškova, pošto je ulaganje u investicione fondove efikasnije i transparentnije od drugih vrsta ulaganja,
- (7) fleksibilnost, tj. ne postoji nikakva dugoročna obaveza ulagača prema fondu,
- (8) raspoloživost, tj. ulagači imaju u bilo kom trenutku pristup svom novcu,
- (9) transparentnost, tj. detaljno opisani svi detalji ulaganja u prospektima od načela ulaganja, troškova, prihoda i rizika, o čemu fond redovno izvještava ulagače,
- (10) modularnost, da se fondovi mogu koristiti kao moduli za upravljanje sopstvenom imovinom,

---

<sup>187</sup> Eling Martin: Investicioni fondovi – Inteligentno i racionalno investiranje, prevod, Akademska knjiga, Beograd, 2013, str. 55-61.

(11) usluge, tj. kupovina i prodaja hartija od vrijednosti, kao i same potvrde o njihovom posjedovanju, su sasvim jednostavne operacije.

Pored navedenih prednosti poslovanje sa fondovima, postoji i čitav niz rizika kod ulaganja u poslovanje sa investicionim fondovima, među kojima su najvažniji:

(1) netransparentnost, koja se oglađe u prevelikom, čak ekstremnom broju investicionih fondova na određenim tržištima<sup>188</sup>

(2) menadžeri investicionog fonda sa svojim kvalitetom, stručnom kompetencijom i kontinuitetom odluka, su faktor poređenja sa konkurentskim fondovima na tržištu, pa su eventualne promjene menadžera veoma bitne za ulagače,

(3) veliki obim investicionog fonda nije garancija za njegovu efikasnost poslovanja, ali obim fonda mora da "izdrži" troškove, tj. da zadovoljava ekonomiju obima i prag profitabilnosti,<sup>189</sup>

(4) zatvaranje investicionog fonda, u uslovima kada ima "višak kapaciteta", tj. kada ima previše društava za investiciona ulaganja i fondova, što dovodi do potrebe zatvaranja,<sup>190</sup> a i do mogućih gubitaka (na primjer, pad vrijednosti akcija),

(5) politika osnivanja investicionih fondova i marketing, odnose se uglavnom na interes za velikim obimom fonda i velikim obimom prodaje (što se postiže novim emisijama hartija od vrijednosti), korišćenjem aktuelnih trendova na tržištu, lansiranjem novih finansijskih proizvoda na tržištu. Na taj način investicioni fondovi prikupljaju novac ulagača uz optimističke analize, čime se ostvaruje veći obim fonda i dodatni profit, a rizik je u vjerovanju takvoj reklami, pogotovo ako se "pogađa" pogrešan cilj,

(6) liste karakteristika ili performansi fondova ili pogrešna interpretacija listi performansi ("hit liste"), koje se uvijek odnose na prošlost i ne može se ništa zaključiti o budućem razvoju vrijednosti fonda,

(7) rizici ulaganja u investicione fondove zavise od: (a) predmeta (težišta) ulaganja i (b) vremenskog perioda ulaganja, za koje su presudni kretanje kurseva, odnosno tržišnih i

---

<sup>188</sup> Tako, na primjer, činjenica da samo u Njemačkoj ima preko 5.000 fondova, zatim da u Evropskoj uniji ima oko 28.000 fondova, može se tretirati kao prednost, ali i kao nedostatak, pošto ulaganja u fondove sadrže u sebi i rizike. To dalje, podrazumijeva i ogroman broj informacija o svim fondovima. Informacije za ulagača su neophodne, pošto postoje i fondovi, koji nemaju ekonomskog smisla, imaju mali obim poslovanja ili ulažu u veoma specifična tržišta.

<sup>189</sup> Smatra se da fondovi mogu biti ekonomski profitabilni tek sa obimom od 15 do 30 miliona evra, odnosno da dugoročno posjeduju obim od 20 do 30 miliona evra, da bi tako bili trajno profitabilni. U suprotnom, postoji srednjoročni rizik od zatvaranja fonda ili integracije sa drugim fondom, jer su fiksni troškovi previsoki u odnosu na obim fonda. Eling Martin: Ibidem, str. 65-66.

<sup>190</sup> Za premali obim nekog fonda navode se četiri sljedeća razloga: prvi, ulaganja u neki specijalni, specifični tržišni segment, pomodni trend, drugi, dugotrajno loš menadžment fonda, treće, nedovoljna distributivna moć novoosnovanog fonda, četvrto, ulagače u fond pritiska izuzetno jaka recesija (kao prije nekoliko godina).

berzanskih vrijednosti obveznica, akcija i deviza. Veći željeni neto prinos od hartija od vrijednosti, uvijek je povezan sa preuzimanjem većeg rizika.

Šanse i rizici ne zavise samo od širine spektra investicija u nekom fondu. Rizik je veći, ako je fond specifičniji. Specifični fondovi imaju proizvode koji su više špekulativnog karaktera, pošto se radi o izboru pravog trenutka (rizik "timinga") za kupovinu i prodaju, a ponekad je prisutan i tzv. "tenure" rizik.<sup>191</sup> Fondovi, koji svoja sredstva plasiraju na međunarodnom finansijskom tržištu, obično imaju višu stopu rashoda, nego oni fondovi kod kojih u portfoliu preovladavaju domaće akcije. Isto tako, fondovi u čijem portfoliu dominiraju akcije, imaju višu stopu prinosa nego oni fondovi sa obveznicama, odnosno fiksnim kamatama. Da bi se objektivno mogao sagledati trend rashoda investicione kompanije, potrebno je izvršiti poređenje sa drugim kompanijama, kao i poređenje prethodnih ostvarenih rashoda sa tekućim rashodima kompanije.

Mjerenje uspješnosti dobro diversifikovanih portfolia investicionih fondova, sprovodi se na osnovu posmatranja prinosa i rizika u okviru portfolia. Takav pristup se smatra mjerodavnim za utvrđivanje performansi portfolia fonda. Opravdano se smatra, da ne postoji jedinstvena i korektna mjera performansi za sve vrste investicionih portfolia fondova i da je performanse veoma teško konstruisati. Za takvu tezu postoji i mnogobrojni razlozi, među kojima treba navesti sljedeća tri:

- (1) Prvo, to su različite vrste portfolia sa svojim različitim ciljevima i strategijama i karakterima, pa saglasno tome imaju i različite deskripcije. Svaki portfolio ima svoj deskriptor.
- (2) Drugo, postoje različite mjere performansi, pa je ova različitost uzrok izazivanja problema uporedivosti mjera.
- (3) Treće, predmet mjerenja su i dodatni prinosi ili gubici, poznati kao abnormalne performanse.

Abnormalne performanse investicionih fondova podrazumijevaju svako odstupanje od "normalnih" vrijednosti definisanih kao: (a) performansni "benchmark" portfolia, (b) prilagođenost tržišnog kriterijuma definisanog kao stopa prinosa tržišta plus premija na rizik dodatnog portfolia. Smatra se da se uzroci abnormalnih performansi nalaze u:

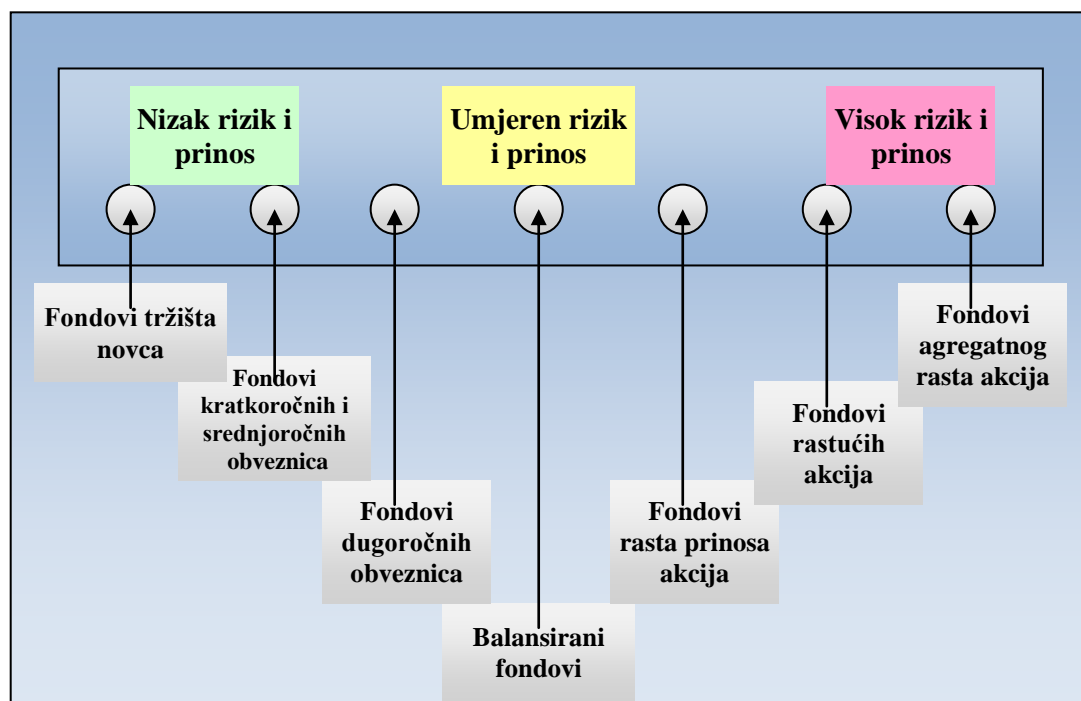
---

<sup>191</sup> Rizik "timinga" je izbor vremenskog trenutka za kupovinu, odnosno za prodaju hartija od vrijednosti. U ovom kontestu se pojavljuje i tzv. "tenure" rizik ili rizik tvrdoglavosti, koji se odnosi na uporno dalje držanje hartija od vrijednosti, kojima pada vrijednost.

(a) efikasnom “market timing-u“, odnosno efikasnom predviđanju promjena na tržištu i tim promjenama prilagođene adaptacije strukture portfolia investicionih fondova.

Teorijske osnove mjerenja performansi polaze od tržišnog modela (“market model“), odnosno prilagođenih indeksnih modela i CAPM (“capital asset price model“), modela tzv. “reward to risk“ mjerenja, koja se zasnivaju na odnosima tj. srazmjerama rizika i prinosa portfolia hartija od vrijednosti. Mjerenje uspješnosti dobro divesifikovanih portfolia hartija od vrijednosti investicionih fondova, sprovodi se na osnovu posmatranja njihovih prinosa i rizika. Smatra se, da je mjerodavan parametar za utvrđivanje performansi portfolia samo onaj, koji utvrđuje performanse portfolia, kada se pored stope prinosa, obavezno uključuje i rizik. Različite vrste investicionih fondova imaju i različite stope prinosa, kao i različite stepene rizika.

Visina prinosa povezana sa visinom rizika, što znači da veći prinos podrazumijeva i veći stepen preuzetog rizika. Odnos rizika i profita kod otvorenih investicionih fondova može se ilustrovati na sljedećoj slici br. 1.<sup>192</sup>



Slika br. 1: Visina rizika i prinosa u pojedinim vrstama investicionih fondova

Da bi se izvršile ocjene i mjerenja performansi portfolia investicionih fondova, koriste se različiti modeli ocjene performansi, i to:<sup>193</sup>

<sup>192</sup> Vidi detaljnije: [www.prepogledi.org/arhiva/2011](http://www.prepogledi.org/arhiva/2011)

- (1) model stope prinosa investicionih fondova (kao indikatora investicionih odluka),
- (2) model tehnike indeksa za ocjenu performansi portfolia,
- (3) model cijene kapitalne aktive (CAPM),
- (4) model beta koeficijenta,
- (5) model teorije arbitraže vrednovanja (AKT).

Da bi se sagledala moguća primjena navedenih stopa i indeksa ocjene i mjerenja performansi investicionih fondova, potrebno je razmotriti i ilustrovati njihovu primjenu na određenim primjerima.

## **2.2. CAPM model mjerenja cijene kapitala u portfoliu investicionih fondova**

Model cijene kapitalne aktive ("capital asset price model") se zasniva na mjerenju međuzavisnosti rizika i ravnotežnih očekivanih prinosa, pri čemu se ukupni rizik izjednačava sa sistemskim dijelom rizika (neizbežnim rizikom). Sistemski rizik se ne može eliminisati diversifikacijom i što je ovaj rizik neke hartije od vrijednosti veći, to je veći i očekivani prinos od te hartije od vrijednosti. Nakon toga slijedi odnos između očekivanog prinosa i sistemskog rizika i procjene vrijednosti hartija od vrijednosti. Odnos ili relacija između očekivanog prinosa hartija od vrijednosti ili portfolia hartija od vrijednosti i neizbježnog sistemskog rizika, kao i nakon toga procjena vrijednosti hartije od vrijednosti, suština je modela za određivanje cijene uloženog kapitala, tj. CAPM-a.<sup>194</sup>

Putem modela se kvantifikuje veza između očekivane i "pravične" stope prinosa polazeći od investicija u ne rizičnu (državnu) obveznicu. Model CAPM se, kao i svi modeli, zasniva na određenim pretpostavkama, među kojima su od značaja sljedeće:<sup>195</sup>

- (1) istim karakteristikama pojedinačnih investitora,
- (2) različitim raspoloživim sredstvima svakog investitora,
- (3) različitim averzijama investitora prema riziku,
- (4) savršenosti funkcionisanja tržišta kapitala,

---

<sup>193</sup> Kaličanin dr Slavomir: Modeli za ocjenu performansi portfolia investicionih fondova, Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje - VŠRBP, Beograd, članak objavljen 11.02.2011.godine, vidi: [www.prepogledi.org/arhiva/2011](http://www.prepogledi.org/arhiva/2011)

<sup>194</sup> Za razvijanje ovog modela 1960-tim godinama, tj. CAPM modela ("capital asset pricing model"), William Sharp je dobio Nobelovu nagradu.

<sup>195</sup> Vunjak dr Nenad, Davidović Milivoje, Antonijević mr Tamara: Upravljanje investicionim portfoliim u funkciji ostvarivanja superiornih korporativnih performansi banaka, 2011, vidi: [www.ekof.bg.ac.rs/vesti/2011](http://www.ekof.bg.ac.rs/vesti/2011)

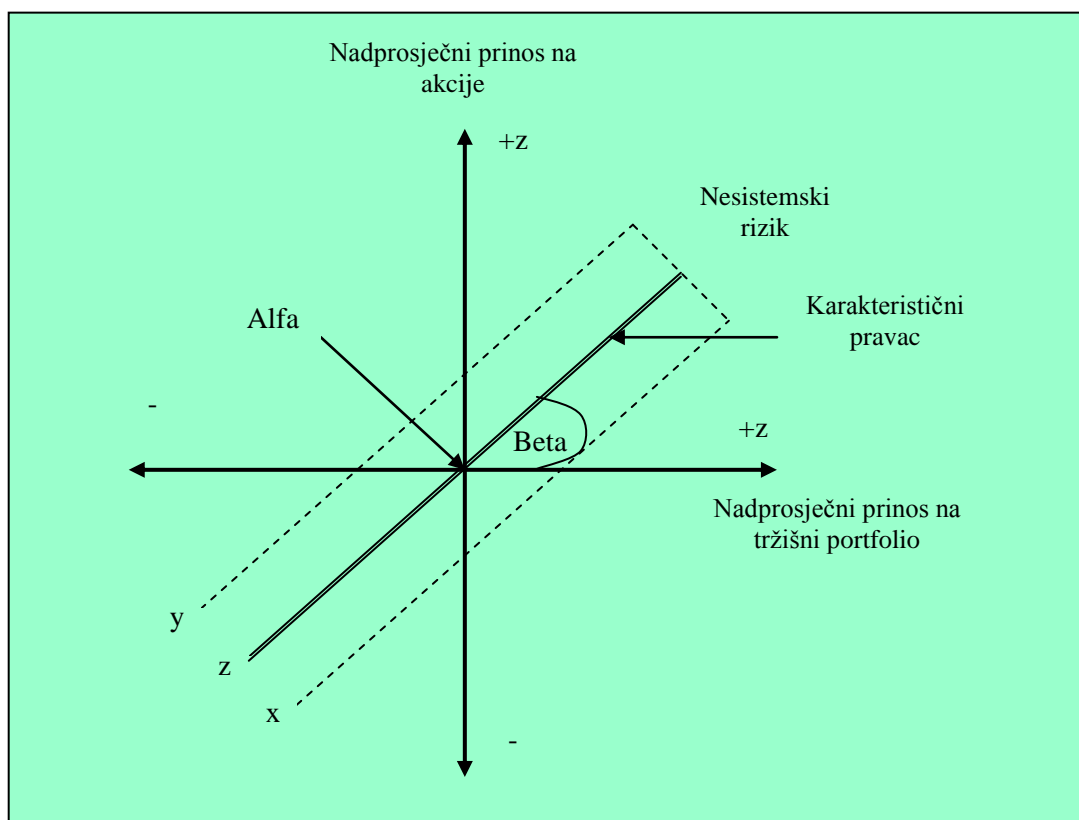


- (5) istom periodu investiranja svakog investitora,
- (6) neplaćanju poreza na prinose i transakcionih troškova od strane investitora,
- (7) efikasnosti portfolia svakog investitora,
- (8) istoj analizi hartija od vrijednosti od strane investitora.

Imajući u vidu navedene pretpostavke, CAPM model definiše odnos između očekivanog prinosa portfolia i beta portfolia. U ovoj analizi pojedinačnih hartija od vrijednosti, važna su tri parametra: (a) alfa hartije od vrijednosti, (b) beta hartije od vrijednosti, i (c) nesistemska rizik hartije od vrijednosti.

Prvi parametar odnosi se na model alfa. Ako se pretpostavi, da je očekivani nadprosječni prinos od tržišnog portfolia nula, tada bi i alfa (teorijski) za pojedinačnu hartiju od vrijednosti trebala da bude nula. Kada bi alfa bila manja od nule za određenu akciju, investitori akcije ne bi kupovali sve dok alfa ne poraste do nule.

Ovaj proces uravnoteženja se može zamisliti kao karakterističan pravac, koji se kreće na niže i na više (kada cijena opada i kada cijena raste) od pravca na grafičkom prikazu. Kada bi alfa bila pozitivna, nastao bi obrnuti proces uravnoteženja, pa bi alfa za svaku pojedinačnu akciju iznosila nula. To pokazuje sljedeći grfički prikaz br.1.



Grafički prikaz br.1: Funkcionalna veza prinosa na akcije i tržišnog portfolia

Navedeni grafički prikaz <sup>196</sup> ilustruje tzv. karakterističan pravac koji predstavlja funkcionalnu vezu između nadprosječnih prinosa određene akcije i očekivanih prinosa tržišnog portfolia. Što je veći očekivani prinos tržišnog portfolia, to je veći očekivani prinos svake analizirane hartije od vrijednosti.

Drugi parametar odnosi se na model beta. Beta parametar mjeri osjetljivost prinosa akcije na promjene prinosa tržišnog portfolia. Beta parametar predstavlja indeks sistemskog rizika i spada u jedan od najvažnijih pokazatelja rizika i opisuje funkcionalnu vezu između nadprosječnog prinosa pojedinačne hartije od vrijednosti i prinosa tržišnog portfolia.<sup>197</sup> Beta koeficijent može da bude: (a) istorijski beta koeficijent (ograničeno upotrebljiv), (b) podešeni beta koeficijent (koji uključuje anticipirane promjene), i (c) fundamentalni beta koeficijent (koji odražava promjene operacija i strukture kapitala emitenata).

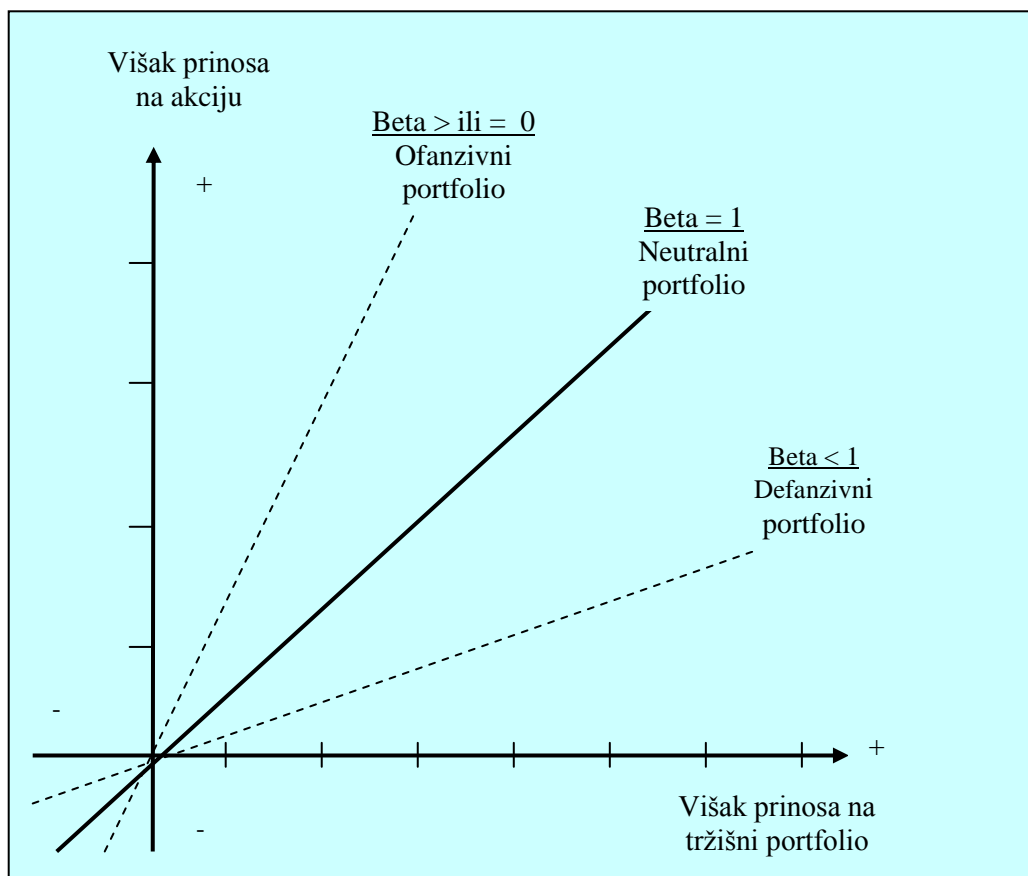
Model beta portfolia predstavlja ponderisani prosjek (beta) pojedinih hartija od vrijednosti iz portfolia, ili jednostavnije rečeno, beta je nagib karakterističnog pravca. Ako je nagib jednak jedinici, to znači da se nadprosječni prinos hartije od vrijednosti (akcije) kreće proporcionalno sa nadprosečnim prinosom od tržišnog portfolia. To znači, da ova akcija ima isti sistemski rizik kao i tržište u cjelini. Nagib veći od jedinice pokazuje da postoji veći sistemski rizik akcije ("agresivne") od tržišnog, a nagib manji od jedinice pokazuje da je prisutan manji sistemski rizik od tržišta u cjelini. Kretanje parametra (koeficijenata) modela beta u koordinantnom sistemu ilustruje sljedeći grafički prikaz br.2.<sup>198</sup>

---

<sup>196</sup> James C. Van Horne: Financijsko upravljanje i politika, deveto izdanje, prevod, Mate, Zagreb, 1997.godine, str. 65-67.

<sup>197</sup> Beta koeficijent akcije je mjera njenog ponašanja u odnosu na prosjek mjereno kretanjem tržišnog indeksa. Obračun se vrši na bazi (prošlih), odnosno ostvarenih prinosa određenih akcija i prošlih (realizovanih) prinosa primjenom jednačinom linearne regresije.

<sup>198</sup> James C. Van Horne i John M. Wachowicz, Jr.: Osnove finansijskog menadžmenta, deveto izdanje, prevod, Mate, Zagreb, 2002, str. 103.



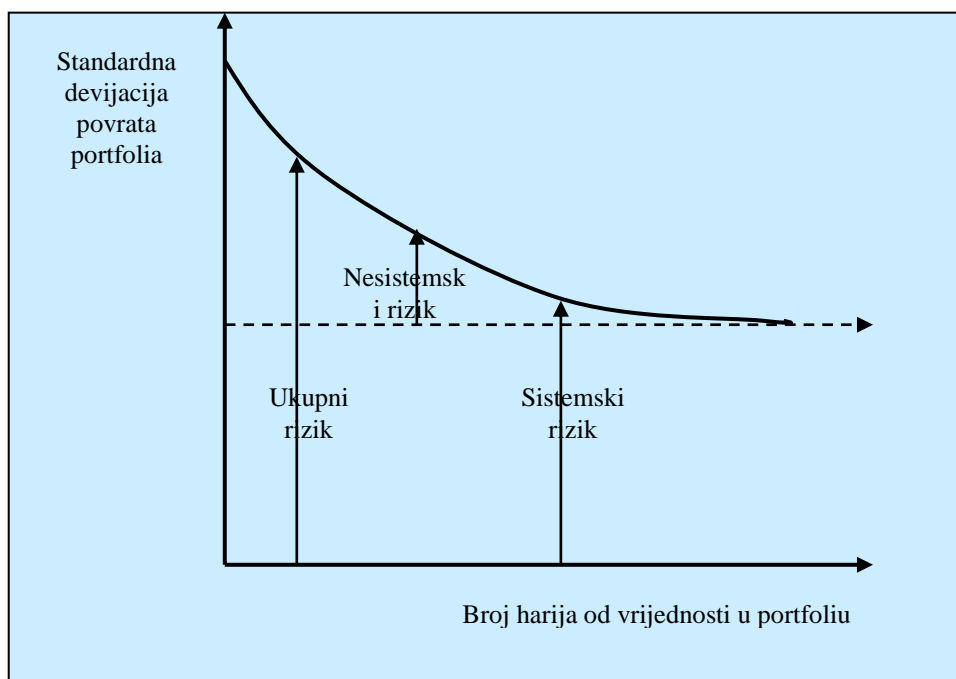
Grafički prikaz br.2: Koeficijent beta i njegova kretanja u koordinantnom sistemu

Treći parametar odnosi se na nesistemski rizik. Treba napomenuti, da se ukupan rizik akcije sastoji iz dva dijela: sistemskog i nesistemskog rizika. Sistemski rizik predstavlja rizik koji se ne može izbjeći, niti diversifikovati.

Suština sistemskog rizika ogleda se u promjenljivosti prinosa na akcije ili na cijeli portfolio, a koja je povezana sa promjenama prinosa na tržištu kao cjelini. Nesistemski rizik predstavlja promjenljivost prinosa na akcije ili porfolie, koji se ne može objasniti opštim tržišnim kretanjima, ali se može izbjeći kao dio ukupnog rizika putem diverzifikacije portfolia.<sup>199</sup>

Ukupni, nesistemski i sistemski rizik u koordinantnom sistemu broja hartija od vrijednosti u portfoliu (x osa) i standardne devijacije (y osa), prikazuje sljedeći grafički prikaz br.3.

<sup>199</sup> James C. Van Horne: Financijsko upravljanje i politika, deveto izdanje, prevod, Mate, Zagreb, 1997.godine, str. 68-72



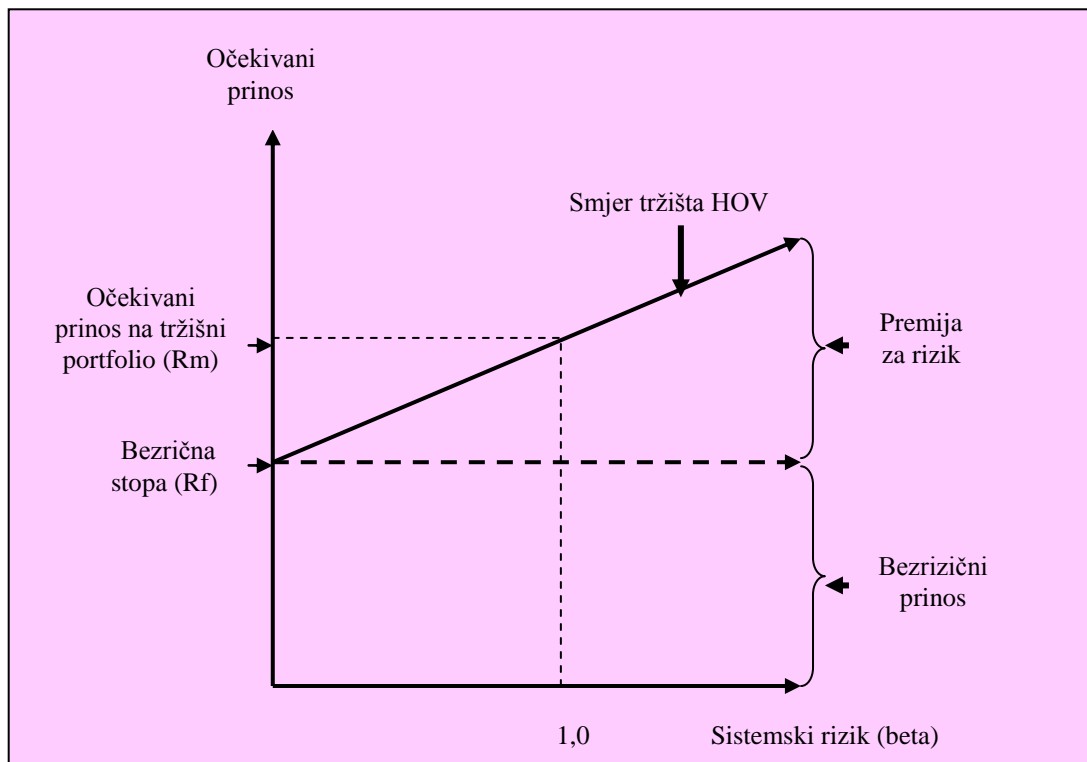
Grafički prikaz br.3: Prikaz ukupnih, nesistemskih i sistemskih rizika

Uz pretpostavku da su finansijska tržišta efikasna i da su investitori u cjelosti efikasno diversifikovani, tada je nesistemski rizik manji problem. Ključni rizik povezan sa akcijama kao finansijskim instrumentom, postaje njen sistemski rizik. Ukoliko je beta koeficijent jedne akcije veći, utoliko je veći sistemski rizik i prinos te akcije. Drugim riječima, stopa prinosa na akciju jednaka je tržišnom prinosu za bezrizičnu investiciju uvećanu za premiju za rizik.<sup>200</sup>

Smjer tržišta hartija od vrijednosti (“security market line“ – SML) pokazuje linearnu vezu između očekivanih stopa prinosa za pojedine hartije od vrijednosti i portfolia i sistemskog rizika mjenenog betom koeficijentom, što se jasno vidi na sljedećem grafičkom prikazom br.4.<sup>201</sup>

<sup>200</sup> Pod bezrizičnom investicijom se ovdje podrazumijeva kupovina državnih obveznica, koje imaju najmanji stepen rizika ili su bezrizične.

<sup>201</sup> James C. Van Horne i John M. Wachowicz, Jr.: Osnove finansijskog menadžmenta, deveto izdanje, prevod, Mate, Zagreb, 2002, str. 104.



Grafički prikaz br. 4: Pravac kretanja tržišnih hartija od vrijednosti

Na vertikalnoj osi grafičkog prikaza br. 4 nalazi se očekivani jednogodišnji prinos, dok se beta indeks ili koeficijent sistemskog rizika nalazi na horizontalnoj osi. Uz rizik jednak nuli, smjer tržišta hartija od vrijednosti “siječe“ vertikalnu osu u bezrizičnoj stopi ( $R_f$ ). Čak i kada ne postoji rizik, investitori će ipak očekivati da budu kompenzirani za vremensku vrijednost novca. Ne treba izgubiti iz vida činjenicu da sa rastom rizika raste i stopa prinosa.

### 2.3. CAPM indeksi mjerenja performansi portfolia investicionih fondova

U berzanskoj praksi prisutno je više modela CAPM putem tehnike indeksa za ocjenu performansi portfolia. Najvažniji indeksni modeli su:<sup>202</sup>

- (a) Sharpe-ov indeks,
- (b) Treyn-ov indeks i
- (c) Jensen-ov indeks.

Prema konsultovanoj literaturi, ovi modeli se koriste istim primjerom, tj. na izračunatim elementima poslovanja tri investiciona fonda i to: (1) Boston Fund, (2) Incorporated

<sup>202</sup> Pored navedenih indeksa, poznate su i druge mjere performansi portfolia hartija od vrijednosti, koje su manje u upotrebi.

Investors, (3) United Funds Income Fund, sa različitim veličinama za svaki od navedena tri indeksa.<sup>203</sup>

Redni broj	Naziv fonda	Prosječan prinos u %	Standardna devijacija
1.	Boston Fund	12,4	12,1
2.	Incorporated Investors	14,0	25,5
3.	United Funds Income Fund	16,1	20,9

Pregled br. 1: Prosječni prinosi i standardna devijacija investicionih fondova

#### (a) Sharpe-ov indeks

Sharpe-ov indeks ocjene i mjerenja performansi investicionih fondova se zasniva na ocjeni prinosa portfolia mjeren standardnom devijacijom. Ilustracija Sharpovog indeksa može se prikazati na primjeru naprijed navedenih podataka za sva tri investiciona fonda. Prvo je neophodno poći od definicije i jednačine Sharpe-ovog indeksa, koja glasi:

$$Shi = \frac{\overline{Rp} - \overline{Rf}}{Beta p}$$

gdje je:

Rp = prosječan prinos portfolia

Rf = prosječna stopa rizika "risk free"

Beta p = ponderisani prosjek beta portfolia

Redni broj	Naziv fonda	Prosječan prinos u %	Standardna devijacija
1.	Boston Fund	12,4	12,1
2.	Incorporated Investors	14,0	25,5
3.	United Funds Income Fund	16,1	20,9

Pregled br. 2: Prosječni prinosi i standardna devijacija investicionih fondova\*

\*Kamatna stopa (prinos) na bezrizičnu hartiju od vrijednosti iznosi 3%.

<sup>203</sup> Kaličanin dr Slavomir: Modeli za ocjenu performansi portfolia investicionih fondova, Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje - VŠRBP, Beograd, članak objavljen 11.02.2011.godine, vidi detaljnije: [www.prepogledi.org/arhiva/2011](http://www.prepogledi.org/arhiva/2011)

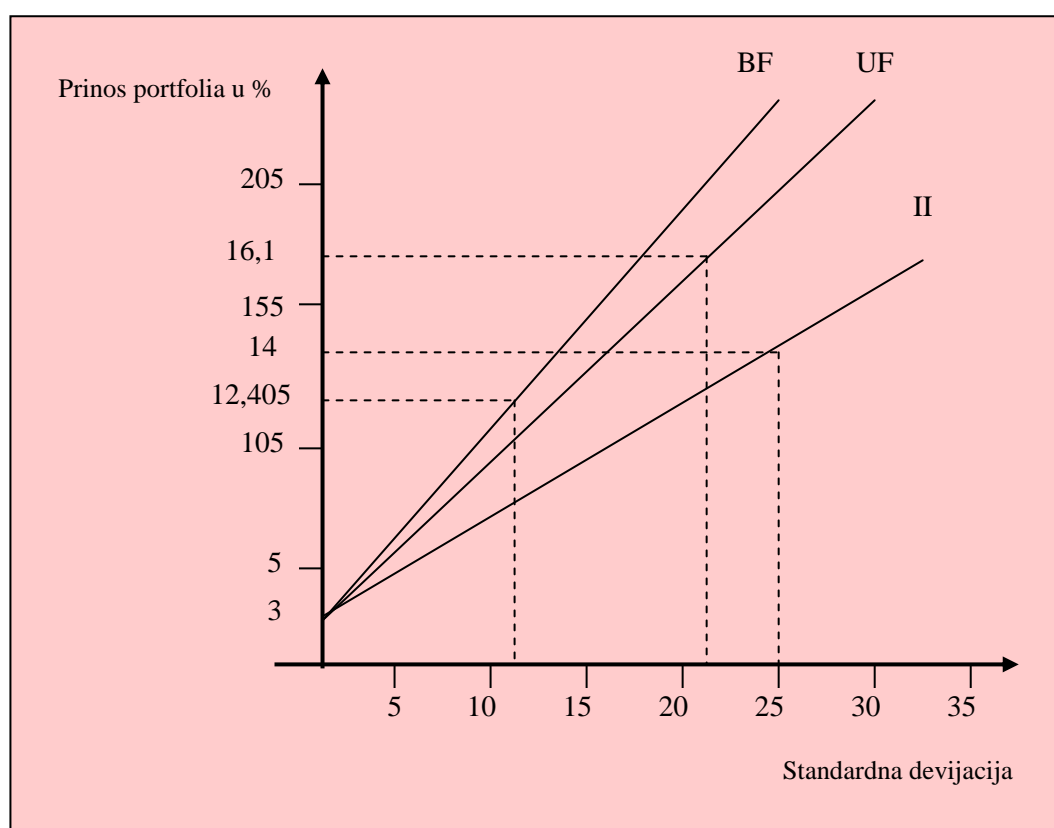
Prema navedenim podacima vrijednost Sharpe-ovog indeksa za navedena tri fonda pojedinačno iznosi:

$$1) BF = (R_p - R_f) / \text{Beta } p = (12,4\% - 3\%) / 12,1\% = 0,77842$$

$$2) II = (R_p - R_f) / \text{Beta } p = (14,0\% - 3\%) / 25,5\% = 0,43116$$

$$3) UF = (R_p - R_f) / \text{Beta } p = (16,1\% - 3\%) / 20,9\% = 0,620698$$

Na osnovu naprijed navedenih podataka, može se definisati grafički prikaz Sharpe-ovog indeksa u koordinantnom sistemu prinosa portfolia mjereno standardnom devijacijom u navedena tri investiciona fonda. Isto se može grafički pokazati na prikazu br. 5.



Grafički prikaz br.5: Prikaz Sharpe-ovih indeksa u koordinantnom sistemu

Izračunati Sharpe-ovi indeksi portfolia navedenih fondova ukazuju na različite performanse navedena tri fonda, s tim da je najveća standardna devijacija kod Incorporated Investors, a najveći prinos portfolia kod Boston Fund fonda.

### (b) Treynor-ov indeks

Treynorov indeks ocjene i mjerenja performansi portfolia investicionih fondova zasniva se na ocjeni prinosa portfolia mjereno ponderisanim prosjekom, tj. beta koeficijentom.

Ilustracija se prikazuje na primjeru, naprijed navedenih podataka i izvedenih posebnih pokazatelja za sva tri investiciona fonda prema, sljedećem obrascu.

$$Tri = \frac{\overline{Rp} - \overline{Rf}}{Beta\ p}$$

gdje je:

Tri = Treynor-ov indeks

Rp = prosječan prinos portfolia

Rf = prosječna stopa slobodnog rizika "risk free"

Beta p = ponderisani prosjek (koeficijent) beta portfolia

Redni broj	Naziv fonda	Prosječan prinos u %	Beta p koeficijent
1.	Boston Fund (BF)	12,4	1,00
2.	Incorporated Investors (II)	14,0	0,85
3.	United Funds Income Fund (UF)	16,1	0,65

Pregled br. 3: Prosječan prinos i beta koeficijent investicionih fondova

Kamatna stopa (prinos) na bezrizičnu hartiju od vrijednosti iznosi 3%.

Izračunavanje procenata:

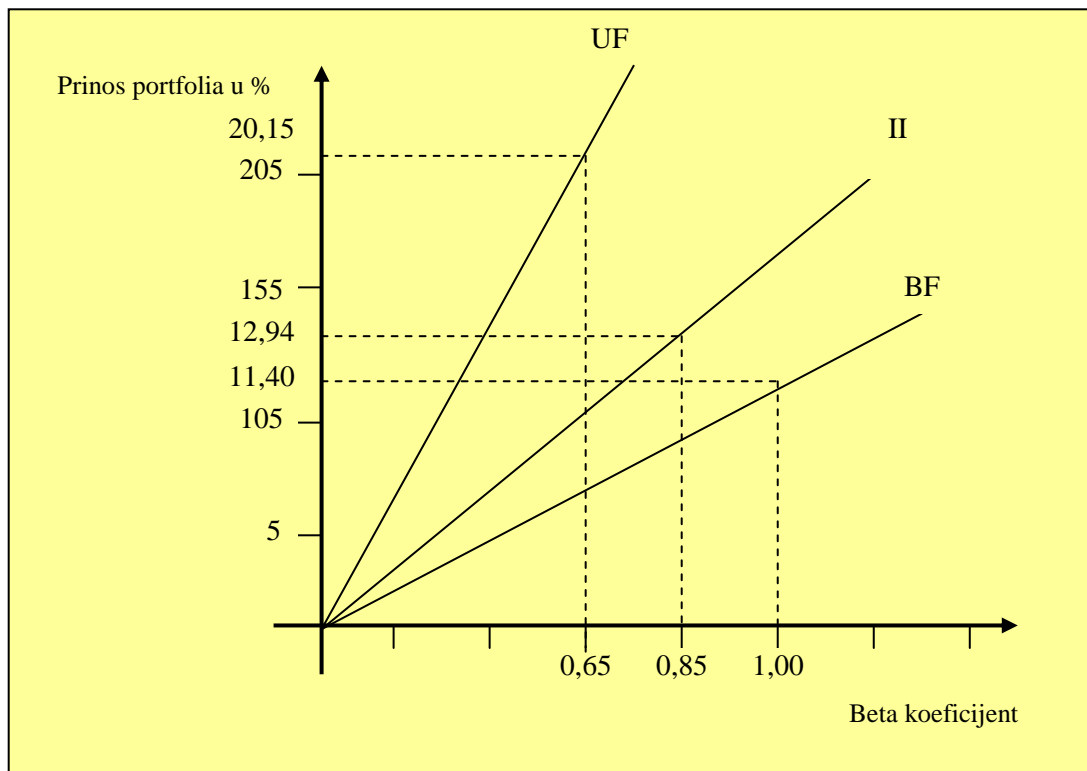
$$1) BF = (Rp - Rf)/Beta\ koef. = (12,4\% - 3\%)/1,00 = 11,4\%$$

$$2) II = (Rp - Rf)/Beta\ koef. = (14,0\% - 3\%)/0,85 = 12,94\%$$

$$3) UF = (Rp - Rf)/Beta\ koef. = (16,1\% - 3\%)/0,65 = 20,15\%$$

Ako se uvrste navedni rezultati u koordinantni sistem, dobije se sljedeći grafički prikaz br. 6. ovih indeksa.





Grafički prikaz br.6: Prikaz Treynor-ovih indeksa u koordinantnom sistemu

Pored navedenog indeksa, koristi se i T2-kvadrat Treynov-og indeksa. Ova konverzija pretvara indeks u stopu prinosa, što olakšava interpretaciju i komparaciju performansi fonda. Prema navedenom indeksu, BF fond ima beta koeficijent 1,00 i prinos od 11,40%, II fond ima 0,85 koeficijent i prinos od 11,40%, UF fond ima beta koeficijent 0,65, a prinos 20,15%.

### c) Jensenov indeks (ili Jensenova alfa)

Jensenov indeks ili Jensenova alfa ocjene i mjerenja performansi portfolia investicionih fondova zasniva se na ocjeni prinosa portfolia, koji se mjeri ponderisanim prosjekom, tj. beta koeficijentom, i ista se može iskazati sljedećom relacijom:

$$\text{Jensen - ova Alfa} = R_p - [R_f + \text{Beta } p(R_m - R_f)]$$

gdje je:

Alfa = alfa portfolia

$R_p$  = prosječan prinos portfolia

Beta  $p$  = ponderisani prosjek beta HOV u portfoliu

$R_f$  = prosječna stopa slobodnog rizika "risk free"

$R_m$  = prosječan prinos portfolia tržišnog indeksa

Na osnovu navedene formule mogu se izračunati veličine Jensenovog indeksa i to za svaki fond pojedinačno:

$$1) \text{ BF} = 11,4 - [31 + (11,4 - 3) \times 1] = 0,07\%$$

$$2) \text{ UF} = 11,69\%$$

$$3) \text{ II} = 2,4\%.$$

#### **2.4. Model teorije arbitražnog vrednovanja portfolia fonda (“APT“ model)**

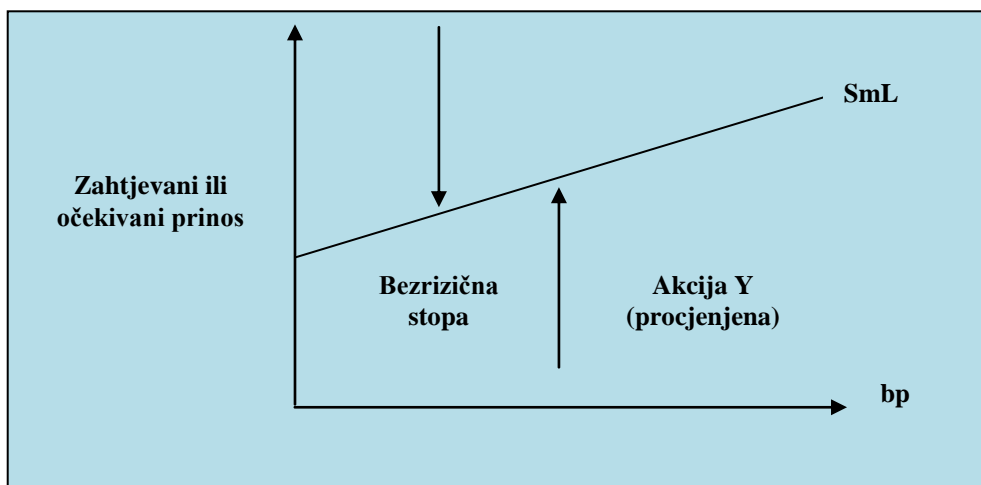
Teorija arbitražnog vrednovanja (“arbitrage pricing theory-APT“) zasniva se na kvantifikaciji među odnosa prinosa i rizika investicionog fonda uz zanemarivanje uticaja na prinos i rizik portfolia.<sup>204</sup> Model ove teorije se zasniva na zakonu jedne cijene. Primjenljiv je u slučajevima ukoliko dvije hartije od vrijednosti imaju iste karakteristike i treba da se prodaju po istoj cijeni. To znači, da bi na finansijskom tržištu finansijski instrumenti istih karakteristika po osnovu prinosa i rizika, imali iste cijene. Eventualni debalans u cijenama bi bio stimulans za arbitražere na simultanu kupovinu i prodaju. U tom ili takvim slučajevima arbitražne operacije bi brzo eliminisale prostor za dobit (profit).

Ovaj model polazi od toga, da je neravnoteža na finansijskom tržištu izuzetak i da potvrđuje pravilo o jednakosti cijene dva finansijska instrumenta sa istim kvalitetom. Iz toga proizilazi, da su arbitražne aktivnosti funkcija odnosa između očekivanih prinosa dvije investicione alternative. Ukoliko se pojavi nesklad između očekivanih prinosa, investitor prodaje hartiju od vrijednosti koja ima manje očekivani prinos i kupuje hartiju od vrijednosti sa većim očekivanim prinosom, formirajući tako arbitražni portfolio hartija od vrijednosti.<sup>205</sup> Linija arbitražnog vrednovanja može se prikazati na sljedećem grafičkom prikazu br.7.

---

<sup>204</sup> Tvorac ove teorije je Ross Stephen: The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, Journal of Economic Theory, 13, December 1976, str. 341-360. Vidi: James C. Van Horne: Finansijsko upravljanje i politika, deveto izdanje, prevod, Mate, Zagreb, 1997.godine, str. 99-100.

<sup>205</sup> James C. Van Horne i John M. Wachowicz, Jr.: Osnove finansijskog menadžmenta, deveto izdanje, prevod, Mate, Zagreb, 2002, str. 107-108.



Grafički prikaz br.7: Ilustracija linije arbitražnog vrednovanja

Prema modelu "APT" teorije, racionalni tržišni učesnici će iscrpjeti sve mogućnosti zarade nadprosječne dobiti (profita). Tržišna ravnoteža će se postići kada očekivani prinos svih akcija bude u linearnoj vezi sa različitim reakcijskim koeficijentima "b". Osnova ravnotežnog određivanja cijena hartija od vrijednosti jeste arbitraža "APT" model podrazumijeva da tržišni učesnici djeluju tako, kao da su saglasni oko opštih relevantnih faktora koji utiču na cijene hartija od vrijednosti. Validnost ove teorije često predstavljaju otvoreno pitanje na koje još uvijek nije dat jedinstven odgovor od strane berzanskih teoretičara.

### **3. MODELI ANALIZE I VREDNOVANJA INVESTICIONIH FONDOVA U REPUBLICI SRPSKOJ**

#### **3.1. Analiza kretanja tržišne kapitalizacije indeksa Banjalučke berze i indeksa finansijskih berzi regiona**

Pored teorijskih modela ocjene i mjerenja performansi investicionih fondova, kao što su prethodno u ovom dijelu doktorske disertacije već analizirani različiti modeli analize i smanjenja rizika ulaganja u investicione fondove i to: (a) modeli stope prinosa, (b) modeli tehnike indeksa (Sharpe-ov, Treynor-ov i Jensen-ov indeks), (c) modeli cijene kapitalne aktive – CAPM, (d) modeli alfa i beta koeficijenata, (e) modeli teorije arbitraže – AKT), treba istaći da se u praksi koriste i drugi analitički indikatori, kao smjernice za donošenje investicionih odluka o ulaganju i kod donošenja odluka u poslovanju investicionih fondova.

Da bi se izvršile analize, ocjene i mjerenja performansi uspješnosti portfolia investicionih fondova, u praksi se koriste različiti podaci o poslovanju finansijskih berzi, kao i podaci o poslovanju investicionih fondova. Među važnije podatke berzanskog poslovanja, koji se koriste kao indikatori ocjene performansi portfolia investicionih fondova, mogu se izdvojiti sljedeći: a) indikatori ukupnog prometa na berzama, b) obim tržišne kapitalizacije i bruto domaćeg proizvoda, c) vrijednosti berzanskih indeksa tržišne kapitalizacije, d) struktura i promjene strukture finansijskog sektora.

Pored ovih indikatora, u analizi performansi uspješnosti poslovanja portfolia investicionih fondova, koriste se i: a) kretanja indeksa fondova (FIRS i drugi), b) kretanja obima prometa i prosječnih cijena tokom određenog perioda, c) kretanja najviših i najnižih cijena fondova, d) kretanja neto vrijednosti i cijene po akciji i odnos tržišne cijene akcija fondova, e) stopa tržišne kapitalizacije fondova.

Polazeći od navedenih grupa indikatora, prvo je neophodno analizirati rad i indikatore poslovanja berzi. Treba istaći, da su berze, kao organizovana finansijska tržišta, odnosno tržišta kapitala, finansijske posredničke institucije, koje bitno doprinose razvoju svake nacionalne ekonomije. Njihova uloga može se definisati u sljedećih nekoliko ključnih zadataka, čijim izvršavanjem se omogućava:

- (1) podsticaj funkcionisanja likvidnog finansijskog tržišta,
- (2) formiranje tržišnih cijena hartija od vrijednosti,
- (3) finansiranje privrednih subjekata,
- (4) informisanje javnosti, i
- (5) zaštita investitora.

Polazeći od navedenih zadataka, berze kao organizovana tržišta, nude u savremenoj tržišnoj privredi korisne prednosti<sup>206</sup> u funkcionisanju privrede i društva preko: a) efikasnog susretanja ponude i tražnje (štedi se vrijeme i novac), b) efikasnog pribavljanja potrebnih sredstava (realizuje se emisija hartija od vrijednosti), c) većeg izbora ulaganja raspoloživih novčanih sredstava (pored štednje, vrši se ulaganje u hartije od vrijednosti, d) uvida u privredna kretanje u zemlji (koriste se berzanski indeksi), e) većeg uvida u poslovanje akcionarskih društava (izlaze na listing berze), f) efikasnije uključivanje u

---

<sup>206</sup> Naravno, postoje mogući i određeni nedostaci i tokom poslovanja finansijskih berzi (što zavisi od raznih faktora i okolnosti), kao što su: špekulacije, mahinacije, prevare, moralni hazard, a što ima uticaja na tržišne učesnike i odražava se i na povjerenje stanovništva u finansijsku berzu kao tržišnu instituciju.

međunarodne tokove (prisutna su investiciona ulaganja), g) edukativne uloge (preko berzanskih stručnjaka i stanovništva).

Analiza poslovanja finansijskih berzi u regionu može se posmatrati sa više aspekata njihovog poslovanja, kao što su kretanje: 1) ukupnog prometa na berzama u regionu, 2) obima tržišne kapitalizacije i bruto domaćeg proizvoda, 3) vrijednosti berzanskih indeksa kapitalizacije, 4) struktura i promjene strukture finansijskog sektora.

#### (1) Kretanje ukupnog prometa na berzama u regionu

U posmatranom periodu od osam godina došlo je do veoma negativnih kretanja u svjetskoj privredi, posebno u finansijskom sektoru, koji su izazvali opštu finansijsku krizu.<sup>207</sup> Ova kriza se brzo "preliva" na druge sektore i zemlje, tako da već početkom 2008. godine zahvata dobar dio svjetskog finansijskog tržišta, posebno tržišta kapitala, što se vidi na konstantnom i drastičnom padu ukupnog prometa i na berzama u regionu. Kretanje prometa na berzama u regionu prikazuje sljedeći pregled br. 1:

Rb.	Berze (u mil.\$)	2007. godine	2008. godine	2009. godine	2010. godine	2011. godine	2012. godine	Indeks: (8:2)
0	1	2	3	4	5	6	7	8
1.	Banjalučka	560.00	201.59	132.26	118.09	276.10	170.66	30,5
2.	Sarajevska	961.00	349.62	160.56	73.56	162.08	252.49	26,3
3.	Beogradska	3,038.01	1,264.80	633.48	294,87	362.83	290.50	9,6
4.	Ljubljanska	3,264.51	1,842.90	1,295.72	652.80	608.73	476.39	14,6
5.	Makedonska	1,005.90	289.61	157.42	125.88	287.41	116.86	11,6
6.	Montenegro	1,077.50	229.21	579.68	71.56	76.37	43.19	4,0
7.	Zagbačka	13,387.45	6,078.77	2,140.76	1,325.45	1,018.80	675.15	5,0
	<b>UKUPNO:</b>	<b>23,314.38</b>	<b>10,256.50</b>	<b>5,099.88</b>	<b>2,662.22</b>	<b>2,792.33</b>	<b>2,025.23</b>	<b>8,7</b>

Pregled br. 1: Kretanje ukupnog prometa na berzama u regionu<sup>208</sup>

Podaci u posmatranom periodu od šest godina ukazuju na ogroman pad ukupnog prometa u 2012. godini na svim berzama u regionu: od najvećeg pada na Montenegro berzi na svega

<sup>207</sup> U SAD je 2007. godine kriza zahvatila hipotekatno tržište, pa se tokom 2008. godine proširila na tržište kapitala (problemi su nastali olakim davanjem visokih rejtinga zajmotražiocima), što se prenijelo na berze, odnosno prouzrokovalo je pad vrijednosti akcija i obveznica, a zatim i na loše poslovanje bankarskog sektora. Tako već u septembru 2008. godine bankrotiraju američki finansijski giganti (Lehman Brothers), spašavaju se putem nacionalizacije Fannie Mae i Freddie Mac, a Merrill Lynch preuzima Bank of America, a JP Morgan preuzima Washington Mutual itd.

<sup>208</sup> Internet sajtovi berzi.

4,0%, do pada na 30,5% na Banjalučkoj berzi u odnosu na 2007. godinu. Smanjenje obima ukupnog prometa na bezama u regionu, pored već navedenih opštih faktora, treba posmatrati i preko njihovih specifičnosti, koje su se manifestovale preko: a) određenih političkih uticaja i tenzija, b) primjene različitih modela i procesa privatizacije, c) sporim razvojem tržišta kapitala i d) relativno nedovoljno razvijenim nivoom korporativnog upravljanja.

Pored analiziranog ukupnog prometa, posebno je interesantno kretanje prometa akcija na berzama u regionu. Ukupan promet na berzama u regionu početkom posmatranog perioda odnosio se na promet akcijama,<sup>209</sup> što prikazuje sljedeći pregled br. 2:

Rb.	Berze (u mil.\$)	2007. godine	2008. godine	2009. godine	2010. godine	2011. godine	2012. godine	Indeks: (9:3)
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1.	Banjalučka	558.85	177.23	60.36	80,68	54.25	43.75	7,8
2.	Sarajevska	960.10	272.26	160.43	55.96	146.77	242.04	25,2
3.	Beogradska	2,866.56	1,170.27	55.40	29.79	32.25	244.05	8,5
4.	Ljubljanska	2,780.00	1,431.26	1,020.88	478.20	552.64	392.72	14,1
5.	Makedonska	961.39	256.01	160.09	99.10	255.51	87.57	9,1
6.	Montenegro	1,072.30	229.80	581.64	72.63	76.37	43.19	4,0
7.	Zagbačka	4,419.68	3,407.08	1,468.62	1,039.57	924.44	546.58	12,4
	<b>UKUPNO:</b>							

Pregled br. 2: Kretanje prometa akcijama na regionalnim berzama<sup>210</sup>

Ilustrovani pokazatelji ukazuju, da je u posmatranom periodu evidentan veoma visok procenat pada obima vrijednosti akcija gotovo na svim berzama u regionu. Razlika je samo u rasponu pada prometa akcija kod pojedine berze iskazan indeksnim poenima. Tako je u 2012. godini u odnosu na promet u 2007. godini kod Montenegro berze zabilježen najveći pad na svega 4 indeksna poena, dok je Sarajevska berza imala u istom periodu najmanji pad vrijednosti indeksa od 25,2 indeksna poena. Ostale berze zabilježile su sljedeće indekse pada prometa: a) Banjalučka na 7,8 indeksna poena, b) Beogradska na 8,5 indeksna poena, c) Makedonska 9,1 indeksna poena, d) Zagrebačka berza 12,4 indeksna poena, e) Ljubljanska berza 14,1 indeksna poena.

<sup>209</sup> Promet akcijama, nastalim kao produktima izvršene privatizacije privrednih preduzeća, banaka i drugih institucija, bio je u dužem periodu pretežni dio prometa gotovo u svim berzama u regionu.

<sup>210</sup> Internet sajtovi navedenih berzi.

Obrazloženje je sasvim jednostavno: izvršena privatizacija poslije 2001. godine u Republici Srpskoj, Bosni i Hercegovini i zemljama u okruženju, rezultirala je u prvim godinama (2001-2006. godine), pa i u 2007. godini, značajne obime vrijednosti akcija iz privatizacije, da bi se ti obimi tokom posmatranog vremena, već od 2008. godine, značajno smanjivali tokom narednih godina, sve do 2012. godine. Istovremeno, nije bilo nekih značajnijih novih emisija akcija, koje bi taj pad prometa ublažile, a smanjen je i obim prometa već emitovanih akcija.

## (2) Obim tržišne kapitalizacije i bruto domaći proizvod

Jedno od uobičajenih mjerila finansijske berze jeste obim tržišne kapitalizacije i njenog odnosa sa bruto domaćim proizvodom zemlje. Tržišna kapitalizacija prometa akcijama i bruto domaći proizvod mogu se prikazati u sljedećem pregledu br. 3.

Berza	Tržišna kapitalizacija (mil. US\$)	Promet u akcijama	GDP (mil.US\$)	GDP (per capita) US \$	% kap. od BDP zemlje	Promet u akcijama i BDP
1	2	3	4	5	6	7
Banjalučka berza	2,654.08	43.75	17,326	4,512.29	15%	0.25%
Sarajevska berza	3.136,24	242.04	17.326	4,512.29	18%	1.40%
Beogradska berza	9,036.35	244.05	37.399	5.201.74	24%	0.65%
Zagrebačka berza	33,490.84	546.58	57.102	13,308.59	59%	0.96%
Ljubljanska berza	6,438.45	392.72	45.617	22,149.00	14%	0.68%
Makedonska berza	2,397,15	87.57	9.676	4,697.56	25%	0.91%
Montenegro berza	8,835.50	43.19	4.280	6,902.90	90%	1.01%
Bugarska berza	4,062.85	46.58	50.120	6,805.56	8%	0.09%
Bukureštanska berza	3.088.19	2.210.09	169.384	8.894.46	2%	1.30%
Budimpeštanska berza	20.780.18	9.261.59	126.873	12.741.16	16%	7.30%

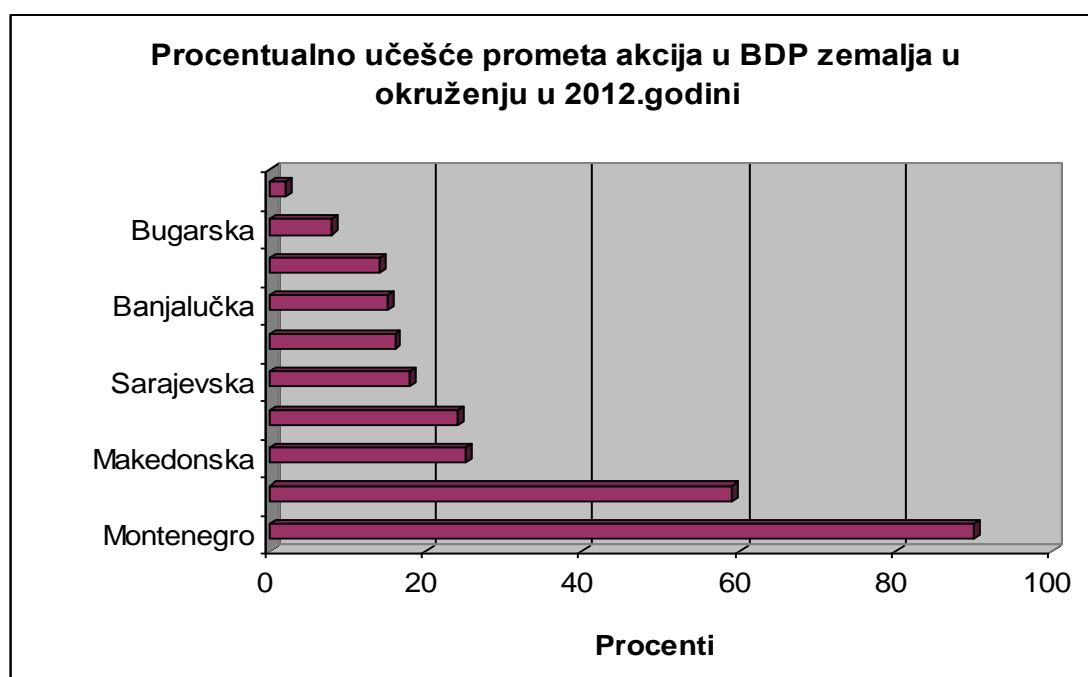
Pregled br. 3: Tržišna kapitalizacija akcija i BDP na berzama zemalja u okruženju u 2012.godini<sup>211</sup>

Navedeni podaci ukazuju, da postoje izvjesne razlike u tržišnoj kapitalizaciji među zemljama regiona, kao i nekim zemljama Srednje i Jugoistočne Evrope, (Mađarska, Rumunija i Bugarska). Pregled pokazuje, da se na berzama sa prostora bivše SFRJ, kao i

<sup>211</sup> Izvor: internet sajtovi berzi.

na berzama u Rumuniji i Bugarskoj,<sup>212</sup> odnos prometa sa akcijama na berzama i bruto društvenog proizvoda kreće do 1,4%, dok je u Mađarskoj taj odnos 7,30%, što se dovodi u vezu sa različitim stepenom izvršene privatizacije u ovim zemljama, iz kojih procesa i potiču akcije.

Detaljnija analiza učešća prometa akcija izraženog kao procenat od bruto domaćeg proizvoda zemlje, ukazuje na veoma šaroliki odnos, kao što to ilustruju sljedeći podaci: 1) Montenegro berza 90%, 2) Zagrebačka berza 59%, 3) Makedonska berza 25%, 4) Beogradska berza 24%, 5) Sarajevska berza 18%, 6) Budimpeštanska berza 16%, 7) Banjalučka berza 15%, 8) Ljubljanska berza 14%, 9) Bugarska berza 8%, 10) Bukureštanska berza 2%. Podaci ukazuju, da je učešće prometa akcija, kao procenta od BDP, najveće na Montenegro berzi (90%), a najmanje na Bukureštanskoj berzi (2%), kao što to prikazuje sljedećoj slici broj 1.



Slika br. 1: Procenti kapitalizacije od BDP u 2012. godini

Veličina berze se obično izražava preko iznosa tržišne kapitalizacije i njenog odnosa sa društvenim proizvodom zemlje (GDP). Redosljed po veličini podataka je sljedeći:<sup>213</sup> 1) Budimpeštanska berza 7,30%, 2) Sarajevska berza 1,40%, 3) Bukureštanska berza 1,30%, 4) Montenegro berza 1,01%, 5) Zagrebačka berza 0,96%, 6) Makedonska berza 0,91%, 7)

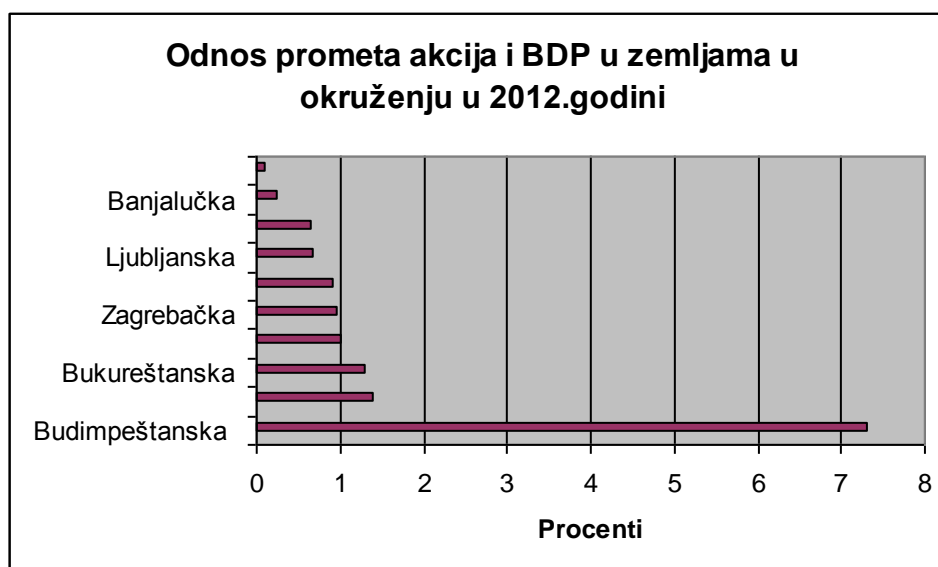
<sup>212</sup> Porijeklo akcija na regionalnim berzama uglavnom je iz procesa privatizacije, pa je zbog toga odnos tržišne kapitalizacije i ukupnog bruto domaćeg proizvoda relativno visok.

<sup>213</sup> Izvor: Podaci iz prethodnog pregleda br. 3.



Ljubljanska berza 0,68%, 8) Beogradska berza 0,65%, 9) Banjalučka berza 0,25%, 10) Bugarska berza 0,09%.

Navedeni podaci ukazuju, da je na berzama u regionu, u kojima akcije potiču iz procesa privatizacije, odnos tržišne kapitalizacije i ukupnog bruto domaćeg proizvoda relativno visok u poređenju sa drugim tržištima. Istovremeno se zapaža, da se na berzama država sa prostora bivše SFRJ, kao i na berzama Rumunije i Bugarske, odnos prometa sa akcijama i bruto domaćeg proizvoda, kreće do 1,5%.



Slika br. 2: Procentualno učešće prometa u BDP u 2012.godini

Kada je u pitanju rad tržišta kapitala u Republici Srpskoj, može se reći, da je isto postalo veoma aktivno u pružanju svih neophodnih informacija o poslovanju emitenata hartija od vrijednosti. Tu su uočeni određeni nedostaci u funkcionisanju tržišta kapitala, kao što su: (1) mali institucionalni okvir tržišta kapitala, (2) neadekvatan i spor razvoj privatizovanih preduzeća, (3) neuspješno poslovanje i samih privatizovanih preduzeća (gubici), (4) te drugi problemi nastali u procesima privatizacije (organizovanost), znatno utiču na stepen i brzinu razvoja tržišta kapitala Republike Srpske.

### (3) Kretanja vrijednosti berzanskog indeksa kapitalizacije

Pored navedenih kretanja podataka o tržišnoj kapitalizaciji, na berzama u regionu došlo je i do različitog kretanja i promjene vrijednosti njihovog indeksa. Podaci o promjenama vrijednosti indeksa berzi mogu se prikazati na sljedećem pregledu br. 4.

Promjena vrijednosti indeksa berzi u %								
Berza	Indeks	2007	2008	2009	2010	2011	2012	od 2007
Banjalučka berza	BIRS	-11.10	-59.91	-3.51	-3.60	-8.34	-7.89	-72.0
Sarajevska berza	SASX-10	29.05	-67.34	-13.95	-17.31	1.36	3.77	-68.6
Beogradska berza	BELEX15	38.39	-75.62	17.44	-1.81	-23.43	-4.98	-71.7
Zagrebačka berza	Crobex	62.96	-67.13	16.36	5.33	-17.56	-0.01	45.9
Ljubljanska berza	SBI20	78.13	-67.49	10.36	-6.16	-10.46	-18.54	-56.3
Makedonska berza	MBI 10	109,07	-72.92	31.28	-17.19	-13.34	-12.34	-53.2
Montenegro berza	MOSTE	79.17	-71.15	36.09	-0.51	-35.79	5.63	-29.7
Zaj.indeksFBiHRS	BATX	-	-	-1.70	-2.27	-12.55	-18.54	-31.6
Bukureštanska berza	BUMIX	28.10	-55,20	37.10	-3.10	-13.50	-38.20	-59.3
Bečka berza	SEPpricInd	-1.40	-61.00	43.70	19.20	-30.80	21.40	-44.6

#### Pregled br. 4: Promjena vrijednosti indeksa na finansijskim berzama regiona

U posmatranom periodu od šest godina, došlo je do značajnih promjena vrijednosti indeksa na finansijskim berzama u regionu. Posmatrano kumulativno od 2007-2012. godine, vrijednost berzanskog indeksa imala je tendenciju pada, osim kod Zagrebačke berze, koja je (kumulativno gledano) imala tendenciju rasta (45,9%). Pad indeksa vrijednosti u posmatranom periodu zabilježile su i sve druge posmatrane berze u regionu i to:

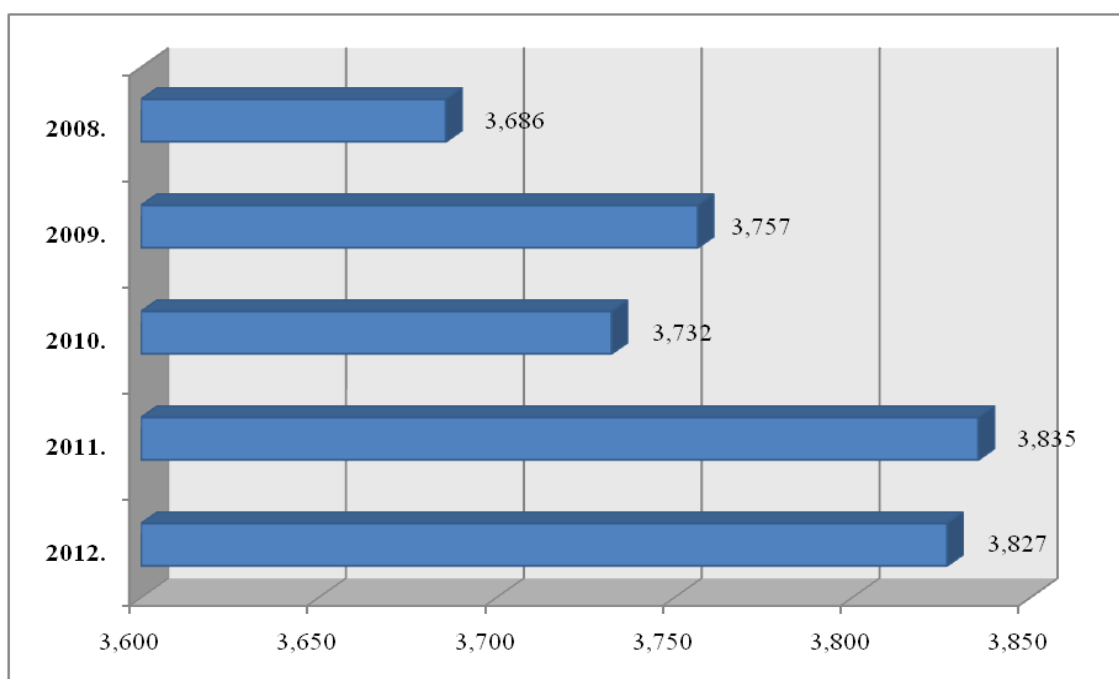
1. Banjalučka berza..... – 72,0%,
2. Beogradska berza..... – 71,7%
3. Sarajevska berza..... – 68,6%,
4. Bukureštanska berza..... – 59,3%,
5. Ljubljanska berza..... – 56,3%,
6. Makedonska berza..... – 53,2%,
7. Bečka berza..... – 44,6%,
8. Zajed.indeks FBiH i RS.. – 31,6%
9. Montenegro berza..... – 29,7%.

Indeks vrijednosti berze opao je najmanje kod Montenegro berze (minus 29,7%), a najviše kod Banjalučka berze (minus 72,0%).<sup>214</sup> Razlozi pada berzanskog indeksa mogu se svesti

<sup>214</sup> Danas na prostoru bivše SFR Jugoslavije djeluje nekoliko finansijskih berzi. Beogradska berza počela je sa radom još daleke 1894. godine, sa prekidima u radu, reosnovana je 1989. godine kao Jugoslovensko tržište kapitala, a u 1992. godini mijenja ime u Beogradsku berzu. Zagrebačka berza počinje sa radom 1991. godine, Ljubljanska berza je osnovana 1989. godine (prva je postojala između 1924. i 1942. godine), Makedonska berza osnovana je 1993. godine, Montenegro berza osnovana je 1993. godine, Banjalučka berza osnovana je 2001. godine, a iste godine je osnovana i Sarajevska berza. Od berzi na području samo bivše SFRJ, najmanji pad vrijednosti indeksa zabilježila je Montenegro berza (-29,7%), a zatim sljede: Zagrebačka berza (-45,9),

na dvije grupe faktora, koji su uticali na ponudu i tražnju hartija od vrijednosti na berzi: prvo, nesporni su negativni uticaji svjetske finansijske krize na ekonomiju država u regionu, pa i na poslovanje berzi, i drugo, lošije poslovanje onih subjekata članica berze, koje konstituišu berzanski indeks. Za očekivati je, da će u narednom periodu doći do oporavka privreda (lagano postepeno smanjenje kriznih efekata i poboljšanje likvidnosti privrede), pa i subjekata članova berze, što bi trebalo dovesti do smanjenja stope pada, kao i do rasta indeksa berzi.

Kretanje tržišne kapitalizacije Banjalučke berze u periodu 2008-2012. godine, imala je nešto drugačiji trend nego što je to zabilježeno kod kretanja njenog prometa u istom periodu. Kretanje tržišne kapitalizacije imalo je cikličan oblik uz iskazivanja naizmjeničnog rasta i pada tokom posmatranog perioda od pet godina. Ta kretanja slikovito ilustruje i prikazuje sljedeća slika br. 3.



Slika br. 3: Tržišna kapitalizacija na Banjalučkoj berzi, u mil. KM<sup>215</sup>

Ako se ostvarenje tržišne kapitalizacije u 2008. godini (u apsolutnim iznosima), označi sa 100, onda njeno kretanje u posmatranom periodu pokazuju bazni indeksi i to:

- u 2009 = 101,9,
- u 2010 = 101,2,

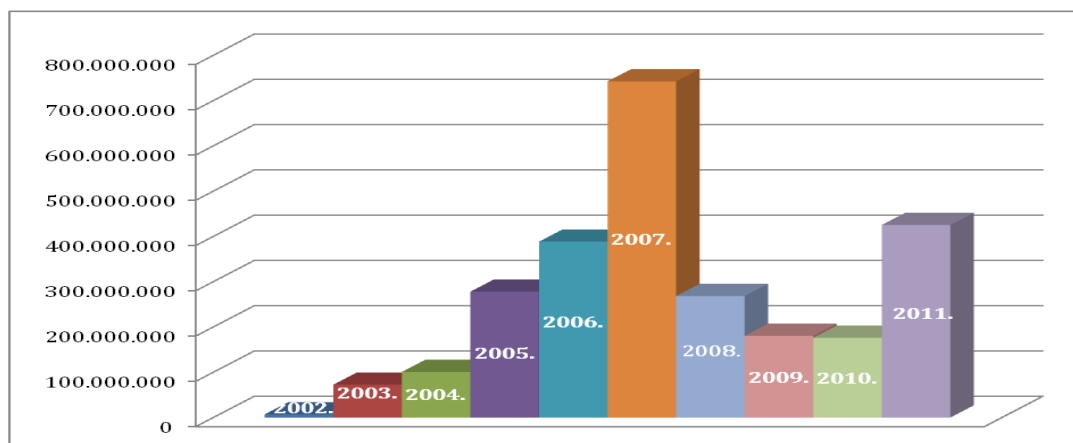
Makedonska berza (-53,2%), Ljubljanska berza (-56,3%), Sarajevska berza (-68,6%), Beogradska berza (-71,7%) i Banjalučka berza (-72,0%).

<sup>215</sup> Izvor: Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske, Banja Luka, 2013.godine.

- u 2011 = 104,0,
- u 2012 = 103,8.

Podaci o ostvarenju indeksa tržišne kapitalizacije na Banjalučkoj berzi pokazuju, da je u posmatranom periodu ostvaren permanentan blagi rast kapitalizacije u periodu od 2008. do 2011. godine, a da je nakon toga u 2012. godini ostvaren blagi pad u odnosu na 2011. godinu. Analizom kretanja je utvrđeno, da nije bilo nekih posebnih uzroka za ovakva kretanja, sem onih koji su već ranije navedeni (finansijska kriza i nelikvidnost privrede).

Jedan od važnih parametara rada finansijske berze jeste i kretanje prometa. Tako je promet na Banjalučkoj berzi u posljednjih deset godina imao zabilježene periode rasta i pada prometa, kao što prikazuje sljedeća slika br. 4:



Slika br. 4: Kretanje prometa Banjalučke berze<sup>216</sup>

Rad Banjalučke berze u prvih pet godina (2003-2007. godine) karakteriše veoma veliki rast obima prometa, da bi potom nastupio period smanjenja u sljedeće tri godine (2008-2010.godine). Što se tiče Banjalučke berze, primjetan je pad prometa u dužem vremenskom periodu. Ovakvo kretanje je posljedica ne samo uticaja faktora svjetske finansijske krize, već i velikog broja domaćih faktora, kao što su: <sup>217</sup>(a) nizak nivo korporativnog upravljanja u akcionarskim društvima, (b) nedovoljna edukacija, (c) nelikvidnost na tržištu, (d) nepostojanje više aktivnijih institucionalnih investitora i nedovoljna aktivnost postojećih investitora, (e) ignorisanje mogućnosti tržišta kapitala, (f) neefikasno poslovanje akcionarskih društava.

<sup>216</sup> Izvor: Banjalučka berza, Komisija za hartije od vrijednosti, Banja Luka, 2013.

<sup>217</sup> Uticaj svjetske finansijske krize, nastale u 2007. godini, bio je evidentan i na berzansko poslovanje u cijelom regionu bivše SFRJ, a ne samo na Banjalučku berzu. Vidi detaljnije: Grujić Miloš, dipl.ek.: Pokazatelji i pravac razvoja tržišta kapitala u Republici Srpskoj, časopis FINRAR, br. 7/13, str. 65.

U 2011. godini nastaje period ponovnog “oživljavanja“ Banjalučke berze, što je davalo nadu za njen oporavak i uspješnije poslovanje u narednom vremenskom periodu. Međutim, i dalje su kontinuirano prisutne teškoće u privredi, kao što je nelikvidnost i poslovanje sa gubicima u privredi, koji nisu omogućili rast i oživljavanje Banjalučke berze.

#### (4) Struktura i promjene strukture finansijskog sektora

Finansijski sektor u Republici Srpskoj predstavljaju: banke, investicioni fondovi, osiguravajuća društva, mikrokreditne organizacije i lizing društva, što se može prikazati na sljedećem pregledu br. 5.

Djelovi sektora finansijskih usluga (finansijske institucije)	2008.		2009.		2010.		2011.		2012.	
	Aktiva (mil..KM)	Udio (%)	Aktiva (mil..KM)	Udio (%)	Aktiva (mil..KM)	Udio (%)	Aktiva (mil..KM)	Udio (%)	Aktiva (mil..KM)	Udio (%)
Banke-bilansne aktive	5.749	88,50	5.372	86,46	5.376	85,59	6.639	85,99	7.158	85,20
Investicioni fondovi	218	3,36	292	4,70	377	6,00	490	6,35	559	6,65
Osiguravajuća društva	212	3,26	226	3,64	245	3,90	254	3,29	295	3,51
Mikrokreditne organizacije	311	4,79	318	5,12	280	4,46	336	4,35	387	4,61
Lizing društva	6	0,09	5	0,08	3	0,05	2	0,03	2	0,02
Ukupno za sektor	6.496	100,00	6.213	100,00	6.281	100,00	7.721	100,00	8.401	100,00

Pregled br. 5: Udio djelova finansijskog sektora u Republici Srpskoj<sup>218</sup>

Ukoliko se posmatra veličina raspoložive aktive, banke su vodeće finansijske institucije u Republici Srpskoj. Tokom čitavog posmatranog perioda od pet godina (od posmatranih finansijskih institucija), učešće banaka je najveće (odnosno sa preko 85% učešća je dominantno), a zatim sljede: investicioni fondovi preko 6%, mikrokreditne organizacije preko 4%, osiguravajuća društva preko 3%, te na kraju lizing društva ispod jedan odsto.

Ako se posmatra kretanje učešća ovih finansijskih institucija tokom posmatranog perioda, vidi se da je došlo u 2012. godini do određenih promjena u odnosu na 2008. godinu, što se vidi iz sljedećeg pregleda br. 6.

<sup>218</sup> Izvor: Komisija za HOV Republike Srpske, Banja Luka, 2013.godine.

<b>Finansijske institucije u Republici Srpskoj</b>	<b>% učešća u 2008.godini</b>	<b>% učešća u 2012.godini</b>	<b>Indeks 2012/2008</b>
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
Banke-aktiva	88,50	85,20	93,3
Investicioni fondovi	3,36	6,65	197,9
Osiguravajuća društva	3,26	3,51	107,7
Mikrokreditne organizacije	4,79	4,61	96,2
Lizing društva	0,09	0,02	22,2
<b>Ukupno sektor</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>xx</b>

Pregled br. 6: Kretanje strukture učešća finansijskih institucija 2008-2012.godine u Republici Srpskoj

Podaci o kretanju učešća finansijskih institucija ukazuju, da je došlo do različitih kretanja i to:

a) smanjeno je učešće:

- banaka za 6,7%,
- mikrokreditnih organizacija za 3,8%, te
- lizing društava 77,8%.

b) povećano je učešće:

- investicionih fondova za 97,9%,
- osiguravajućih društava za 7,7%.

U okviru finansijskog sektora Bosne i Hercegovine, kretanja su nešto drukčija, što se vidi iz sljedećeg pregleda br. 7.

<b>Finansijske institucije u Bosni i Hercegovini</b>	<b>% učešća u 2008.godini</b>	<b>% učešća u 2012.godini</b>	<b>Indeks: 2012/2008</b>
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
Banke-aktiva	79,3	85,8	108,2
Investicioni fondovi	4,7	3,1	66,0
Osiguravajuća društva	3,8	4,7	123,7
Mikrokreditne organizacije	4,7	2,9	61,7
Lizing društva	7,5	3,5	46,7
<b>Ukupno sektor</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>xx</b>

Pregled br. 7: Kretanje strukture učešća finansijskih institucija 2008-2012.godine u BiH

Posmatrajući mjenjanje strukture i kretanje učešća finansijskih institucija u Bosni i Hercegovini može se zapaziti, da banke (indeks 108,2) i osiguravajuća društava (indeks 123,7) povećavaju svoje učešće u posmatranom petogodišnjem periodu, dok istovremeno dolazi do smanjenja učešća investicionih fondova (indeks 66,0%), mikro kreditnih organizacija (indeks 61,7%) i lizing društava (indeks 46,7%).

### **3.2. Analiza performansi zatvorenih investicionih fondova (ZIF-ova)**

Akcije trinaest zatvorenih investicionih fondova u Republici Srpskoj odnose se na javno emitovane akcije i imaju svoje mjesto u okviru zvaničnog tržišta Banjalučke berze. Performanse zatvorenih investicionih fondova mogu se analizirati preko nekoliko pokazatelja kretanja njihove aktivnosti i to:

- (1) indeks zatvorenih fondova (FIRS) i drugih indeksa (BIRS i ERS10),
- (2) obim prometa i prosječnih cijena tokom određenog perioda,
- (3) kretanje najviših i najnižih cijena zatvorenih fondova,
- (4) neto vrijednost cijene po akciji i odnos tržišne cijene akcija fondova,
- (5) tržišna kapitalizacije fondova.

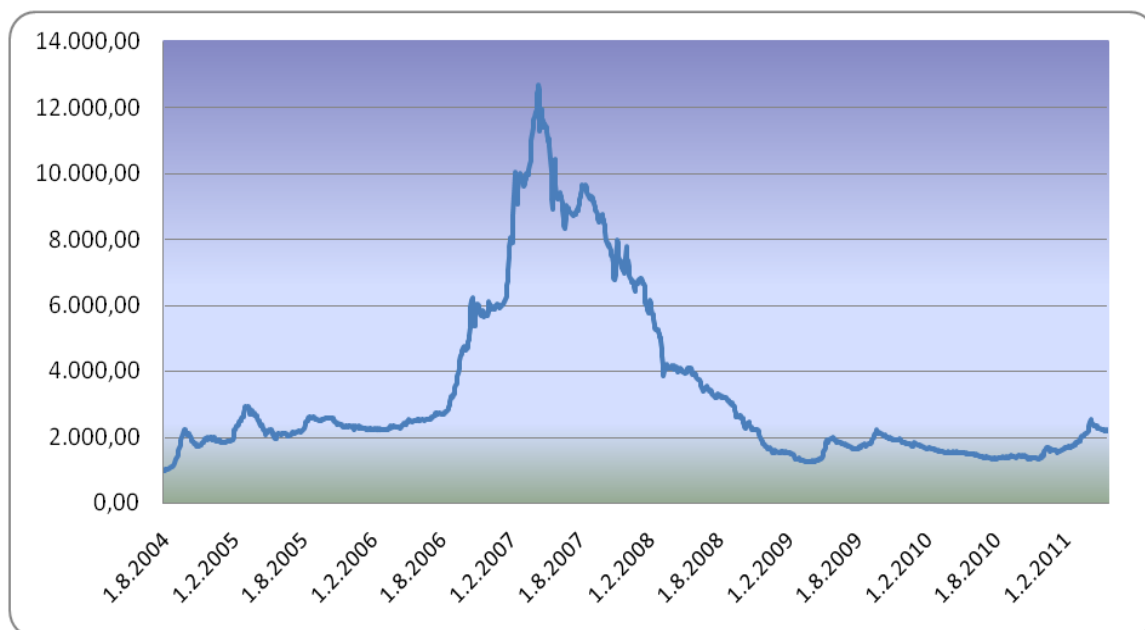
- (1) Indeks zatvorenih fondova (FIRS) i drugi indeksi (BIRS i ERS10)

Indeks fondova Republike Srpske FIRS<sup>219</sup> odražava trend kretanja cijena akcija tržišnog segmenta zatvorenih investicionih fondova na zvaničnom berzanskom tržištu Republike Srpske.

Kretanje indeksa fondova Republike Srpske prilazuje sljedeća slika br. 5:

---

<sup>219</sup> Banjalučka berza počela je 01.08.2004. godine sa računanjem berzanskog indeksa akcija trinaest zatvorenih investicionih fondova Republike Srpske (FIRS), koji ilustruje trend kretanja cijena akcija tržišnog segmenta zatvorenih investicionih fondova na službenom berzanskom tržištu Republike Srpske.



Slika br. 5: Kretanje berzanskog indeksa fondova  
u Republici Srpskoj FIRS 2004-2011<sup>220</sup>

Kretanje berzanskog indeksa zatvorenih investicionih fondova (FIRS) u Republici Srpskoj u posmatranom periodu od osam godina, ukazuje na dva perioda sa karakterističnim suprotnim tendencijama:

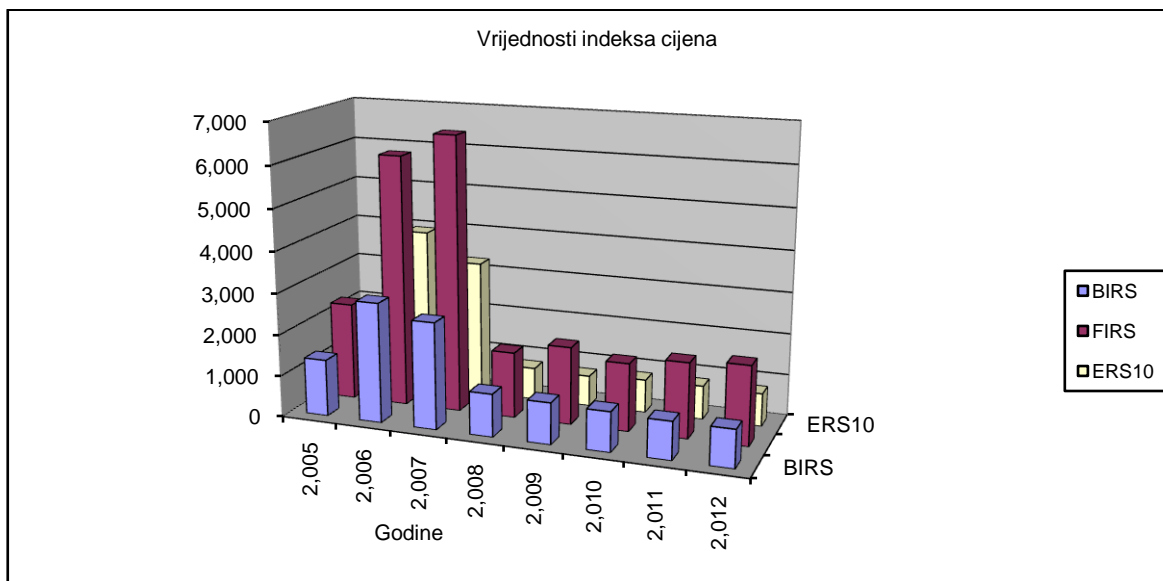
- 1) prvi period, od 2004. do 2007. godine, koji karakteriše permanentni rast,
- 2) drugi period, od 2007. do 2011. godine, koji karakteriše kontinuirani pad vrijednosti indeksa.

Vrijednost berzanskog indeksa zatvorenih investicionih fondova u posmatranom periodu od osam godina, u 2011. godini “vratila“ se na ostvareni niski nivo iz 2004. godine. Osnovni razlozi ovakvog kretanja berzanskog indeksa zatvorenih fondova (FIRS) u Republici Srpskoj jesu: (a) pogoršanje opšte finansijske situacije (nastanak svjetske finansijske krize), (b) ali i pogoršanje ukupne privredne aktivnosti u BiH i Republici Srpskoj, (c) što je izazvalo opštu nelikvidnost na finansijskom tržištu i uslovalo pad cijena akcija ovih fondova. Pored ovih opštih faktora, postoje i drugi, koji su bliže “vezani“ za interno poslovanje ovih institucija, kao što su: (a) nedovoljno iskusan i nedovoljno stručan portfolio menadžment, (b) kao i neefikasno poslovanje ovih fondova, kao akcionarskih društava.

<sup>220</sup> Izvor: Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske i Izvještaj o stanju hartija od vrijednosti za 2012.godinu, [www.secrs.gov.ba](http://www.secrs.gov.ba)



Kretanje indeksa cijena BIRS-a, FIRS-a i ERS10-a na Banjalučkoj berzi u periodu od osam godina, ilustruje sljedeća slika br. 6.

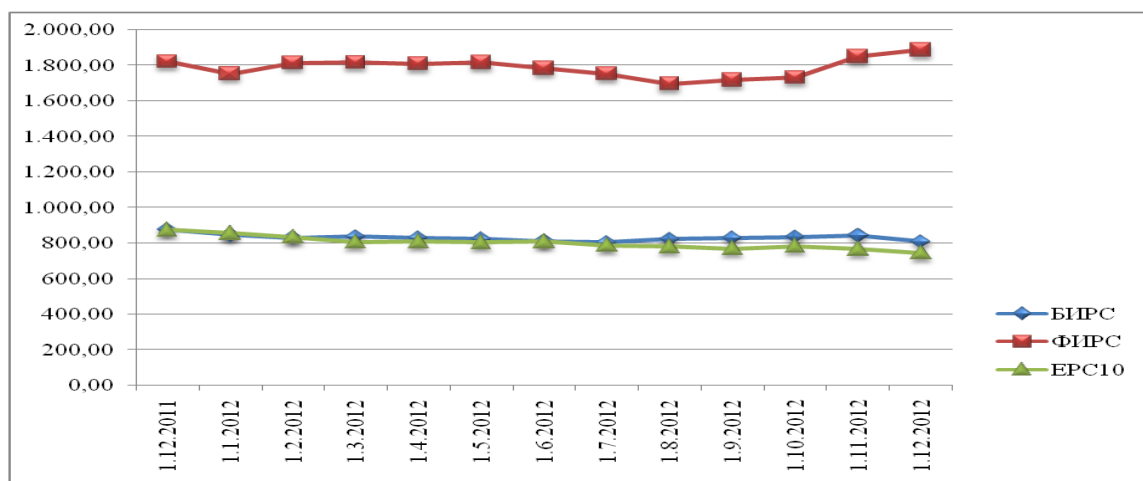


Slika br. 6: Kretanje vrijednosti indeksa cijena BIRS-a, FIRS-a i ERS10-a u periodu od 2005. do 2012. godine

Kretanje vrijednosti indeksa cijena BIRS-a, FIRS-a i ERS10-a na Banjalučkoj berzi u periodu od osam godina (2005-2012.) ukazuje na sljedeće:

- 1) najvažnija karakteristika jeste, da sva tri navedena indeksa imaju tendenciju pada,
- 2) indeksi imaju različitu vrijednost startne pozicije,
- 3) sva tri indeksa imaju sličnu dinamiku kretanja tokom perioda,
- 4) u toku prvog dijela perioda (2005-2007.), FIRS ima najveći rast, zatim sljede ERS10 i BIRS,
- 5) indeksi BIRS i ERS10 pokazuju stagnaciju u drugom dijelu posmatranog perioda (2008-2012.), a jedino FIRS pokazuje blagi rast.

Kada se posmatra period aktivnosti od jedne godine tj. tokom dvanaest mjeseci u 2012. godini, može se jasnije uočiti njihovo relativno slabo oživljavanje. Njihovo kretanje prikazuje se na sljedećoj slici br. 7.



Slika br. 7: Paralelno kretanje vrijednosti indeksa

BIRS, FIRS I ERS10 u 2012.godini<sup>221</sup>

Paralelno kretanje navedenih indeksa BIRS, FIRS i ERS10 u posmatranom periodu od dvanaest mjeseci, tj. po mjesecima u 2012. godini ukazuje, da postoje razlike u nivou ukupnih suma tj. kretanja obima koji registruju navedeni indeksi, a da je tendencija njihovog kretanja gotovo identična: jedino indeks FIRS-a pokazuje neznatno oživljavanje u decembru 2012. godine, dok BIRS i ERS10 pokazuju blago smanjenje.

Kretanje indeksa FIRS je veoma značajno za Banjalučku berzu imajući u vidu da je učešće prometa investicionih fondova u ukupnom prometu Banjalučke berze tokom perioda od 2008. do 2010. godine bilo oko 30%.<sup>222</sup>

## (2) Obim prometa i prosječnih cijena tokom određenog perioda

Akcije trinaest zatvorenih investicionih fondova u Republici Srpskoj su javno emitovane akcije i prate kretanje berzanskog indeksa Banjalučke berze od 01.avgusta 2004.godine. Pored pokazatelja berzanskih indeksa, značajan pokazatelj atraktivnosti akcija zatvorenih investicionih fondova na berzi jeste i ostvareni obim prometa i postignute prosječne cijene, što se prikazuje na sljedećem pregledu br. 8:

<sup>221</sup> Izvor: Komisija hartija od vrijednosti Republike Srpske i Izvještaj o stanju na tržištu hartija od vrijednosti u 2012.godini. BIRS predstavlja indeks akcija Banjalučke berze Republike Srpske, FIRS je indeks akcija fondova Republike Srpske, a EPC10 predstavlja berzanski indeks preduzeća iz Elektroprivrede Republike Srpske. Vidi: [www.secrs.gov.ba](http://www.secrs.gov.ba)

<sup>222</sup> Vidi detaljnije: Jandrić mr Miodrag: Stanje i perspektive investicionih fondova u Republici Srpskoj, FINANCING, Banja Luka, br. 3/11, str. 39.

Oznaka fonda <sup>223</sup>	2008.		2009.		2010.		2011.		2012	
	Prosje. cijena u KM	Ukupan promet u 000 KM	Prosje. cijena u KM	Ukupan promet u 000 KM	Prosje. cijena u KM	Ukupan promet u 000 KM	Prosje. cijena u KM	Ukupan promet u 000 KM	Prosje. cijena u KM	Ukupan promet u 000 KM
BLBP	11,3	2.338	4,2	186	3,2	151	4,4	269	3,0	289
BLKP	7	891	4,3	495	4,6	180	3,8	81	2,6	256
BRSP	10,1	790	3,6	419	2,6	54	3,8	422	4,5	206
EINP	26,5	2.424	7,7	1.126	6,9	310	9,4	979	9,3	965
EKVP	8,4	652	4,1	48	3,5	362	3,4	900	3,8	38
INVP	0,2	4.749	0,1	271	0,0	534	0,1	457	0,0	366
JHKP	4,4	823	2,8	79	3,1	1.100	4,5	599	4,1	2.565
KRIP	10,2	4.099	4,9	2.481	5,0	3.117	6,5	1.735	5,5	1.522
PLRP	9,9	698	5,2	385	4,0	327	4,9	936	4,8	958
PRVP	5,2	164	2,0	22	1,5	26	2,1	387	1,2	14
VBIP	9,8	712	4.965,0	7	3,2	363	2,8	685	3,9	166
VIBP	5,2	161	2,8	21	2,9	52	4,8	78	4,2	48
ZPTP	9,7	7.945	5,0	2.125	4,1	832	6,1	2.924	6,2	4.161
Ukupno		26.448		7.667		7.410		10.851		11.556
Red.promet		101.690		48.927		36.621		63.120		37.476
% učešća		26%		16%		20%		17%		31%

Pregled br. 8: Prosječne cijene i promet ZIF-ova na Banjalučkoj berzi

Navedeni podaci o kretanju prometa i prosječnih cijena ZIF-ova ukazuju, da je u posmatranom periodu od pet godina (2008-2012. godine), došlo do izuzetno velikog pada prometa (indeks 43,7% u 2012. godini) i pada prosječnih cijena u svih trinaest zatvorenih investicionih fondova Republike Srpske. Međutim, od ukupno trinaest ZIF-ova, kod njih jedanaest je evidentno smanjenje prometa, dok je samo kod dva ZIF-a evidentan rast prometa, ali takođe uz smanjenje prosječne cijene.

Smanjenje prometa i prosječnih cijena u periodu 2008-2012. godine, pokazali su sljedeći zatvoreni investicioni fondovi, pregled br. 9:

<sup>223</sup> Izvor: Komisija harija od vrijednosti Republike Srpske i Banjalučka berza, Banja Luka, 2013. godine. Oznake predstavljaju skraćenice za sljedeće zatvorene investicione fondove (ZIF-ove): (1) BLBP = "BLB Profit", AD Banja Luka, (2) BLKP = Balkan Investment Fond, AD Banja Luka, (3) BRSP = BORS Invest Fond, AD Banja Luka, (4) EINP = Euroinvestment Fond, AD Bana Luka, (5) EKVP = Aktiva Invest Fond, AD Gradiška, (6) INVP = Invest Nova Fond, AD Bijeljina, (7) JHKP = Jahorina Koin, AD Pale, (8) KRIP = Kristal Invest Fond, AD Banja Luka, (9) PLRP = Polara Invest Fond, AD Banja Luka, (10) PRVP = Privrednik Invest, AD Banja Luka, (11) VBIP = VB Fond, AD Banja Luka, (12) VIBP = VIB Fond, AD Banja Luka, (13) ZPTP = Zepter Fond, AD Banja Luka.

Oznaka fonda	2008.godina		2012.godina		Indeks: 2012/2008.	
	Prosječna cijena u KM	Ukupan promet u 000 KM	Prosječna cijena u KM	Ukupan promet u 000 KM	Prosječnih cijena	Ukupnog prometa
BLBP	11,3	2.338	3,0	289	26,5	12,4
BLKP	7,0	891	2,6	256	37,1	28,7
BRSP	10,1	790	4,5	206	44,6	26,1
EINP	26,5	2.424	9,3	965	35,1	39,8
EKVP	8,4	652	3,8	38	45,2	5,8
INVP	0,2	4.749	0,0	366	0	7,7
KRIP	10,2	4.099	5,5	1.522	53,9	37,1
PRVP	5,2	164	1,2	14	23,1	8,5
VBIP	9,8	712	3,9	166	39,8	23,3
VIBP	5,2	161	4,2	48	80,8	29,8
ZPTP	9,7	7.945	6,2	4.161	63,9	52,4
Ukupno:		24.927		8.033		32,2
Redovan promet:		101.690		37.476		36,9
% učešća		24,5%		21,4%		

Pregled br. 9: ZIF-ovi sa smanjenim prometom u posmatranom periodu<sup>224</sup>

Veliki pad ukupnog prometa u 2012. godini u odnosu na 2008. godinu, pokazali su ZIF-ovi (BLBP, EINP, INVP, KRIP, ZPTP), čiji promet je u 2008. godini iznosio 21.555 hiljada KM ili 86,5%, “dostigao“ je pad na 7.303 hiljade ili na svega 33,9 % od prometa u 2008. godini. Ostali ZIF-ovi (kao što su: BLKP na 12,4%, BRSP na 26,1%, EKVP na 5,8%, PRVP na 8,5%, VBIP na 23,3% i VIBP na 29,8%) su “doprinjeli“ da taj pad prometa bude još značajniji.

Ukupan pad prometa ZIF-ova nešto je “ublažio“ rast prometa dva fonda (JHKP i PLRP). Naime, rast prometa u 2012. godini u odnosu na 2008. godinu (uz smanjenje prosječne

<sup>224</sup> Izvor: Komisija harija od vrijednosti Republike Srpske i Banjalučka berza, Banja Luka, 2013.godine. Oznake predstavljaju skraćenice za sljedeće zatvorene investicione fondove (ZIF-ove): (1) BLBP = “BLB Profit“, AD Banja Luka, (2) BLKP = Balkan Investment Fond, AD Banja Luka, (3) BRSP = BORS Invest Fond, AD Banja Luka, (4) EINP = Euroinvestment Fond, AD Bana Luka, (5) EKVP = Aktiva Invest Fond, AD Gradiška, (6) INVP = Invest Nova Fond, AD Bijeljina, (7) JHKP = Jahorina Koin, AD Pale, (8) KRIP = Kristal Invest Fond, AD Banja Luka, (9) PLRP = Polara Invest Fond, AD Banja Luka, (10) PRVP = Privrednik Invest, AD Banja Luka, (11) VBIP = VB Fond, AD Banja Luka, (12) VIBP = VIB Fond, AD Banja Luka, (13) ZPTP = Zepter Fond, AD Banja Luka.

cijene), pokazali su samo dva ZIF-a, odnosno sljedeći zatvoreni investicioni fondovi, pregled br. 10.

Oznaka fonda*	2008.godina		2012.godina		Indeks: 2012./2008.	
	Prosječna cijena u KM	Ukupan promet u 000 KM	Prosječna cijena u KM	Ukupan promet u 000 KM	Prosječnih cijena	Ukupnog prometa
JHKP	4,4	823	4,1	2.565	93,2	311,7
PLRP	9,9	698	4,8	958	48,5	137,2
Ukupno:		1.521		3.523		231,6
Redovni promet:		101.690		37.476		36,9
% učešća		1,5%		9,4%	-	-

Pregled br. 10: ZIF-ovi sa povećanim prometom u posmatranom periodu

Analiza kretanja pada prometa i ostvarivanje nižih prosječnih cijena ZIF-ova ukazuje, da postoji više faktora koji su usloveli takva kretanja, među kojima su najvažniji: (1) nezaobilazni negativni efekti svjetske finansijske krize, (2) pad zainteresovanosti potencijalnih investitora za ulaganje u mala i slabo razvijena tržišta, (3) relativno visoki rizici na tržištu kapitala Republike Srpske, (4) relativno slabo upravljanje portfoliima ZIF-ova od strane društava za upravljanje fondovima. Za sada ne postoje realni izgledi, da se situacija u pogledu oživljavanja rasta prometa ZIF-ova popravi, pošto su efekti finansijske krize i nelikvidnosti privrede takvi, da se u dogledno vrijeme (dvije do tri godine) ne mogu otkloniti.

### (3) Kretanje najviših i najnižih cijena zatvorenih fondova

Kretanje najviših i najnižih cijena akcija ZIF-ova pokazuje velika odstupanja kako po pojedinim fondovima u toku istog perioda, tako i po godinama u okviru istih fondova. Osnovna tendencija kretanja cijena ogleda se u kretanju ka nižem nivou cijena akcija, kako kod nižih tako i kod viših cijena akcija u posmatranom periodu, uz prisustvo određenih izuzetaka, gdje su ostvarene veće cijene na kraju posmatranog perioda. Kretanje cijena akcija prikazano je u sljedećem pregledu br. 11.

Oznaka fonda	2008.		2009.		2010.		2011.		2012	
	Najniža cijena u KM	Najviša cijena u KM	Najniža cijena u KM	Najviša cijena u KM	Najniža cijena u KM	Najviša cijena u KM	Najniža cijena u KM	Najviša cijena u KM	Najniža cijena u KM	Najviša cijena u KM
BLBP	3,65	20,11	2,43	6,50	2,58	4,00	3,01	6,20	2,26	4,10
BLKP	4,49	10,50	3,25	5,53	4,01	5,30	2,91	4,50	2,00	3,38
BRSP	3,49	16,87	2,75	4,20	2,01	3,87	2,32	4,98	3,70	5,10
EINP	6,12	52,41	3,86	10,50	5,80	9,10	6,00	14,00	8,00	11,72
EKVP	4,50	17,29	3,70	5,10	2,62	4,05	3,15	5,00	3,34	4,00
INVP	0,089	0,280	0,044	0,089	0,034	0,067	0,041	0,100	0,036	0,055
JHKP	1,84	7,50	1,44	3,63	2,70	3,79	2,71	5,23	2,85	5,10
KRIP	2,96	19,48	2,93	7,19	4,14	7,00	4,65	9,00	4,77	5,82
PLRP	5,50	18,34	3,33	6,34	2,90	5,75	2,91	7,00	4,00	5,88
PRVP	3,10	8,50	1,80	2,79	1,50	1,80	1,20	2,15	1,11	1,40
VBIP	5,00	14,94	4,50	5,40	2,70	4,05	2,49	5,00	3,20	4,05
VIBP	4,00	7,41	2,70	3,10	2,25	3,30	3,00	5,00	3,78	4,80
ZPTP	2,64	18,71	2,70	7,21	3,44	4,98	4,03	8,00	5,01	7,20

Pregled br. 11: Kretanje najviših i najnižih cena akcija ZIF-ova<sup>225</sup>

Tokom posmatranog perioda evidentan je ogroman pad cijena ovog BLBP fonda, kao kod najnižih cijena (sa 3,65 KM na 2,26 KM), tako i kod najviših cijena (sa 20,11 KM na 4,10 KM). Cijene su i kod drugih fondova, kao što su BLKP, EKVP, INVP, KRIP, PRVP, smanjene za više od tri do četiri puta. Tako na primjer BLBP u 2008. godini imao je najnižu cijenu akcije 3,65 KM, a najvišu 20,11 KM. U 2012. godini najniža cijena akcije istog fonda bila je 2,26 KM, a najviša 4,10 KM. Kod određenih ZIF-ova (kao što su: EKVP, PRVP) te razlike u padu cijena su u istom periodu bile daleko izraženije, pa čak i po nekoliko puta manje, dok rast cijena nije zabilježen ni kod jednog fonda. Međutim, ta kretanja najviših i najnižih cijena nisu imala istu tendenciju u nivou pada. Primjera radi, EINP fond je u 2008. godini imao najnižu cijenu akcija 6,12 KM, a najvišu 52,41 KM. Međutim, u 2012. godinu, najniža cijena akcija ovog fonda bila je čak veća i iznosila je 8,00 KM, a najviša 11,72 KM i bila je skoro pet puta manja od najviše cijene u 2008. godini.

Razlozi ovakvog kretanja cijena ZIF-ova već su iznijeti kod analize kretanja prometa, što se može u potpunosti odnositi i na cijene ZIF-ova, kao rezultat takvog kretanja.

<sup>225</sup> Izvor: [www.secrs.gov.ba](http://www.secrs.gov.ba)

(4) Neto vrijednost imovine, cijene po akciji i odnos NVI i tržišne cijene akcija

Posebno važan pokazatelj ZIF-ova su odnosi neto vrijednosti cijene (NVI) po akciji i tržišne cijene akcija, što se prikazuje na sljedećem pregledu br. 12.

Fond	NVI	Tržišna cijena (TC)	TC/NVI	NVI/TC
<b>BLBP</b>	13,01	5,04	38,74%	2,58
<b>BLKP</b>	8,69	4,49	51,67%	1,94
<b>BRSP</b>	12,64	4	31,65%	3,16
<b>EINP</b>	34,04	10,45	30,70%	3,26
<b>EKVP</b>	10,31	4,16	40,35%	2,48
<b>INVP</b>	0,21	0,08	37,14%	2,69
<b>JHKP</b>	7,24	4,5	62,15%	1,61
<b>KRIP</b>	18,02	7,14	39,62%	2,52
<b>PLRP</b>	19,38	5,74	29,62%	3,38
<b>PRVP</b>	6,92	1,46	21,10%	4,74
<b>VBIP</b>	9,33	3,99	42,77%	2,34
<b>VIBP</b>	10,77	3,2	29,71%	3,37
<b>ZPTP</b>	18,14	6,04	33,30%	3,00
<b>Просјечно</b>	-	-	37,58%	2,85

Pregled br. 12: Odnos NVI po akciji i tržišne cijene akcija ZIF-ova 2011-2012. godine<sup>226</sup>

Navedeni podaci o odnosima NVI po akciji i tržišne cijene akcija ZIF-ova 2011-2012. godine ukazuju, da se u 2012. godini trgovalo sa diskontom od skoro 40% do blizu 80% u odnosu na NVI. Najveći diskont imale su akcije fonda PRVP 78,90%, a najmanje akcije fonda JHKP od 37,75%. Prosječni diskont akcija svih ZIF-ova iznosio je 62,02%, a NVI imovina po akciji svih ZIF-ova bila je veća za čak 2,85 puta u prosjeku u odnosu na tržišnu vrijednost akcija.

Iz navedenih podataka može se zaključiti, da je:

- 1) vrijednost akcija na veoma niskom nivou, imajući u vidu neto vrijednost imovine po akciji koja je 2-5 puta veća od cijene,

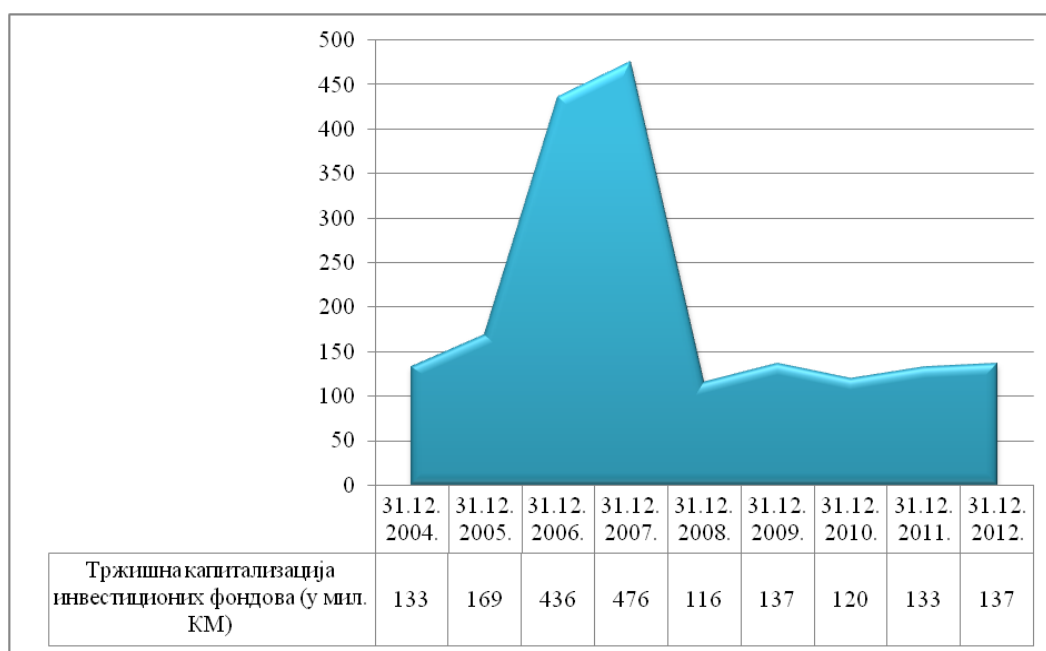
<sup>226</sup> U ovom pregledu su podaci sa 31.03.2011. NVI se izračunava primjenom odredbi Pravilnika o utvrđivanju vrijednosti imovine fonda i obračunu neto vrijednosti imovine po udjelu ili po akciji investicionog fonda, Službeni glasnik Republike Srpske, broj: 102/07, 04/08 I 23/10.

- 2) da spredovi između najviše i najniže cijene imaju tendenciju i da su toliko mali, da smanjuju mogućnost investitorima za zaradu (spekulacije),
- 3) da je veoma slaba likvidnost akcija ZIF-ova.

Razlozi neinvestiranja u akcije ZIF-ova se mogu tražiti na dvije strane. Prvo u opštim faktorima uticaja i smanjenje interesa za ulaganje (kriza) i drugo, slabo upravljanje portfoliima ZIF-ova od strane samih društava (stalno uvećavanje neto vrijednosti imovine),<sup>227</sup> što je osnova za obračunavanje i naplatu odgovarajuće naknade za upravljanje.

#### (5) Tržišna kapitalizacije zatvorenih investicionih fondova

Tržišna kapitalizacija zatvorenih investicionih fondova u Republici Srpskoj u periodu 2004-2012. godine imala je periode ubrzanog rasta, ali i naglog pada, što se vidi na sljedećoj slici br. 8.



Slika br. 8: Tržišna kapitalizacija zatvorenih investicionih fondova u periodu 2004-2012. godine<sup>228</sup>

Tržišna kapitalizacija zatvorenih investicionih fondova u posmatranom periodu od devet godina, samo potvrđuje analitičke navode tendencija kretanja ranijih izlaganja o prometu, cijenama i NVI zatvorenih investicionih fondova. Evidentno je, da je tržišna kapitalizacija

<sup>227</sup> Interes uvećavanja neto imovine ZIF-ova, kao primarnog cilja društava za upravljanje, jeste formiranje i isplata naknade za upravljanje društvom.

<sup>228</sup> Izvor: Izvještaj Komisije HOV Republike Srpske o stanju tržišta hartija od vrijednosti u 2012. godini.



ZIF-ova imala u prvim posmatranim godinama prvo umjeren rast (2004-2005. godine), a potom ubrzan rast (u 2006. godini), pa zatim ponovo umjeren rast 2007. godini. Međutim, u 2008. godini nastaje “obrušavanje“ tj. nagli pad tržišne kapitalizacije na nivo ispod ostvarenog u 2004. godini. U daljem periodu nastaje blagi rast (2009. godine), zatim ponovo blagi pad (2010. godine), te blagi rast (2011-2012. godine).

### **3.3. Mogućnost primjene portfolio teorije na tržištu Republike Srpske**

Maksimiziranje prinosa uz prihvatljiv rizik kod svakog investitora, bila je karakteristika za sve individualne ili institucionalne investitore (investicione fondove, penzione fondove, osiguravajuće kompanije i sl.). Investitori obično vrše ulaganja u više hartija od vrijednosti i tako institucionalni investitori formiraju portfolio hartija od vrijednosti u kojem se mogu naći različiti finansijski instrumenti, kao što su: instrumenti tržišta novca, instrumenti tržišta kapitala, instrumenti finansijskih derivata, ili neka druga vrijedna imovina (kao što su to zlato, srebro, i sl.).<sup>229</sup>

Investitori mogu da se odluče kakav će portfolio formirati, da bi sa više sigurnosti (tj. sa nižim prinosom uz niski nivo rizika) ili portfolio sa visokim prinosima uz najveći prinos koji nudi preuzeti rizik. Pristupom formiranja portfolia bave se u dosadašnjoj praksi dvije portfolio teorije: klasična i moderna portfolio teorija. Klasična portfolio teorija<sup>230</sup> zasniva se na relativno skromnim kvantitativnim i kvalitativnim analizama, koje se odnose na analizu rizika i prinosa.

Moderna portfolio teorija je stara više od šezdeset godina<sup>231</sup> i razvila se u dva pravca: pozitivnom i normativnom pravcu. Pozitivna portfolio teorija polazi od stava: kako treba racionalni investitor da formira svoj portfolio hartija od vrijednosti. Pozitivna portfolio teorija polazi od potrebe: da treba proučiti stanje tržišne ravnoteže, što znači da se investitori treba da ponašaju u skladu sa normativnom teorijom, a sve u cilju vrednovanja

---

<sup>229</sup> Janjić Dragan: Mogućnost primjene portfolio teorije na tržištima kapitala Srednje i Jugoistočne Evrope, naučni časopis za ekonomiju “Financing“ br 03/13, Banja Luka, septembar 2013.

<sup>230</sup> Vidi detaljnije: Šoškić dr Dejan: Hartije od vrijednosti: Upravljanje portfoliemi i investicioni fondovi, Centar za izučavanje djelatnosti Ekonomskog fakulteta Beograd, 2006, str.129.

<sup>231</sup> Početak razvoja moderne portfolio teorije se vezuje za njenog tvorca Harry-a Markowitz-a, kada je objavio članak pod nazivom “Portfolio selekcija“.

aktive pod određenim uslovima na tržištu kapitala. Pozitivna portfolio teorija polazi od dva modela: CAPM modela i ATP modela.<sup>232</sup>

Primjena portfolio teorije na tržištima kapitala u Srednjoj i Jugoistočnoj Evropi biće prikazana na kretanju berzanskih indeksa četiri finansijske berze: (1) Banjalučke berze – BIRS, (2) Zagrebačke berze – CROBEX, (3) Beogradske berze – BELEXline, (4) Budimpeštanske berze – BUX.

Ovi indeksi predstavljaju indikatore kretanja na finansijskom tržištu u formi ponderisanog prosjeka cijena i obima trgovine i mogu se izraziti sljedećom jednačinom: berzanski indeks = sadašnja tržišna kapitalizacija/bazna kapitalizacija x bazna vrijednost,<sup>233</sup> što se može ilustrovati i sljedećom slikom br. 9:

Berzanski indeks	=	Sadašnja tržišna kapitalizacija	•	Bazna kapitalizacija	x	Bazna vrijednost
------------------	---	---------------------------------	---	----------------------	---	------------------

Slika br. 9: Jednačine ponderisanog prosjeka cijena i obima trgovine

Izračunati očekivani prinosi za sva četiri navedena indeksa, za period januara 2005. do juna 2013. imali su sljedeću vrijednosti: BIRS = - 0,22%, CROBEX = 0,33%, BELEXline = 0,09% i BUX = 0,46%. Statistika mjesečnih prinosa na berzama Srednje i Jugoistočne Evrope, biće prikazana na sljedeći način, tabela br. 13.

Statistika prosječnih mjesečnih indeksa na berzama u regionu					
RB	Opis/Indeks	BIRS	CROBEX	BELEXline	BUX
1.	Očekivani prinos	- 0,22%	0,33%	0,09%	0,46%
2.	Medijan	-1,00%	0,01%	0,51%	0,66%
3.	Minimum	- 14,99%	- 23,37%	- 28,17%	- 23,38%
4.	Maksimum	29,08%	21,83%	26,84%	19,20%
5.	Standardna devijacija	7,35%	7,23%	8,08%	6,74%
6.	Varijansa	0,54%	0,52%	0,65%	0,45%
7.	Standardna greška	0,00727324	0,00715962	0,008002	0,006673
8.	Kvartal 1.	- 4,53%	- 3,08%	- 4,52%	- 3,06%
9.	Kvartal 3.	2,84%	4,31%	3,40%	4,63%

<sup>232</sup> Oba ova modela su teorijski detaljno obrađena u trećoj tački ove pete glave doktorske disertacije, pa se ovom prilikom detaljno ne obrađuju.

<sup>233</sup> Preuzeto od: Janjić Dragan: Mogućnost primjene portfolio teorije na tržištima kapitala Srednje i Jugoistočne Evrope, naučni časopis za ekonomiju "Financing" br 03/13, Banja Luka, septembar 2013.

Statistika prosječnih mjesečnih indeksa na berzama u regionu					
RB	Opis/Indeks	BIRS	CROBEX	BELEXline	BUX
10.	Koeficijent varijacije	- 33,133046	22,0972458	94,46939	14,57208
11.	Pearsonova mjera asimetrije	0,31825712	0,13040325	- 0,15751	- 0,089159
12.	Koeficijent spljoštenosti - a4	6,04253002	4,3631511	5,212635	4,58775

Pregled br. 13: Statistika prosječnih mjesečnih indeksa na berzama<sup>234</sup>

Na osnovu analize Pearsonove mjere asimetrije, može se zaključiti, da će prinosi BIRS-a i CROBEX-a imati pozitivnu asimetričnu distribuciju, pošto je aritmetička sredina veća od medijane. Druga dva indeksa BELEXline i BUX, imaće negativnu aritmetičku distribuciju, pošto im je aritmetička sredina manja od medijane.

Da bi se izračunao očekivani prinos rizičnog portfolia, potrebno je odrediti pondere.<sup>235</sup>

Ponderi se mogu izračunati na sljedeći način, pregled br. 14:

Indeks	Tržišna kapitalizacija u KM	PONDER
BIRS	1.510.524.260	0,040096472
CROBEX	3.210.239.868	0,085214979
BELEXline	4.617.320.429	0,122565566
BUX	28.334.163.765	0,752122982
Ukupno:	37.672.248.322	1,00

**Struktura rizičnog portfolia**

Pregled br. 14: Struktura rizičnog portfolia

Prvo se izračuna tržišna kapitalizacija za svaki berzanski indeks (indeksi: (a) BIRS – Banjalučka berza, (b) CROBEX – Zagrebačka berza, (c) BELEXline – Beogradska berza i (d) BUX – Bukureštanska berza), zatim se na bazi učešća iznosa kapitalizacije indeksa u ukupnoj sumi kapitalizacije sva četiri indeksa, određuju ponderi ili stope učešća, što predstavlja strukturu rizičnog portfolia.

Na osnovu svih navedenih podataka (primjenom pondera na ukupnu tržišnu kapitalizaciju), izračunava se očekivani prinos rizičnog portfolia upotrebom sljedeće jednačine:

<sup>234</sup> Ibidem, str. 61-62.

<sup>235</sup> Parametar se definiše kao učešće tržišne kapitalizacije jednog indeksa u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji sva četiri indeksa.

$$O(p_p) = \omega_1 O(p_1) + \omega_2 O(p_2) + \dots + \omega_n O(p_n)$$

odnosno, u konačnom obliku

$$O(p_p) = \sum_{i=1}^n \omega_i O(p_i) = 0,37731\%$$

Iznosi na mjesečnom nivou 0,37731%, a na godišnjem nivou 4,53%.

gdje je:  $O(p_p)$  - očekivana stopa prinosa portfolia,  $\omega_p$  - učešće i-te hartije od vrijednosti u strukturi ukupnog portfolia,  $O(p_i)$  - očekivana stopa prinosa na i-tu hartiju od vrijednosti i n-broj hartija od vrijednosti u portfoliu.

Sada je potrebno ispitati vezu između kretanja prosječnih mjesečnih prinosa berzanskih indeksa koji ulaze u sastav portfolia, pomoću računanja koeficijenta korelacije za svaku moguću kombinaciju, što prikazuje sljedeći pregled br. 15 u formi iskazane matrice korelacije navedenih berzanskih indeksa:

<b>Matrica korelacije za period 01.05.2005 - 30.06.2013.godine</b>					
<b>RB</b>	<b>Indeks</b>	<b>BIRS</b>	<b>CROBEX</b>	<b>BELEXline</b>	<b>BUX</b>
1.	<b>BIRS</b>	<b>1,00</b>	0,879694992	0,926928	0,599065
2.	<b>CROBEX</b>	0,879694992	<b>1,00</b>	0,963061	0,700545
3.	<b>BELEXline</b>	0,926927759	0,963060949	<b>1,00</b>	0,698032
4.	<b>BUX</b>	0,599064862	0,700545405	0,698032	<b>1,00</b>

Pregled br. 15: Matrica korelacije berzanskih indeksa

Analizom koeficijenata korelacije može se konstatovati da svi koeficijenti korelacije predstavljaju pozitivne vrijednosti i da nema mogućnosti za proces efikasne diversifikacije. To ukazuje, da postoji jaka veza između prosječnih mjesečnih berzanskih indeksa koji ulaze u sastav portfolia. Standardna devijacija prinosa ovog rizičnog portfolia može se izračunati na osnovu sljedećeg obrasca:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_i^n \sum_j^n \omega_i \omega_j \sigma_{i,j}} \quad \text{i koja iznosi } 6,51\%$$

gdje je:  $\sigma_p$  -standardna devijacija rizičnog portfolia,  $\omega_i$  -učešće hartija od vrijednosti  $i$  u ukupnom portfoliu ili dio portfolia investiran u hartiju od vrijednosti „ $i$ “, „ $\omega_j$ “ - učešće hartija od vrijednosti „ $j$ “ u ukupnom portfoliu ili dio portfolia investiran u hartiju od vrijednosti „ $j$ “,  $\omega_{i,j}$  -kovarijansa prinosa hartije od vrijednosti „ $i$ “ i „ $j$ “,  $n$  – broj hartija od vrijednosti u portfoliu.

Dvostruka sigma znači da sabiramo i po redovima i po kolonama sve elemente kvadratne matrice „ $mxm$ “. Kvadratna matrica „ $mxm$ “, sastoji se od ponderisanih kovarijansi za svaki mogući par kombinacija hartija od vrijednosti u portfoliu. Ponder predstavlja umnožak učešća sredstava investiranih u svaku od te dvije hartije od vrijednosti koje čine svaki par.<sup>236</sup>

Prinos konstruisanog rizičnog portfolia mjeren standardnom devijacijom na mjesečnom nivou iznosi 0,37731% uz rizik 6,51%. Očekivani prinos ovog rizičnog portfolia kreće se u intervalu između 6,887% i – 6,133% u 68,66% svih mogućih prinosa, tj. između 19,907% i – 19,153% u 99,99 svih mogućih prinosa. Naime, ako se poveća rizik za jedan procentni poen, koliko će se povećati prinos (uz bez rizičnu stopu od 3,83% na trezorske zapise), može utvrditi primjenom Sharpe-ovog indeksa =  $O(Pp) - Pf/\text{beta } „p“$ , pa kao rezultat dobijamo:

0,89%.

Sharpe-ov indeks ovde prikazuje, da se sa povećanjem rizika za jedan procentni poen, očekivani prinos povećava za 0,89%, što predstavlja indikator kreiranja rizičnog investicionog portfolia. Iz navedenog istraživanja se da zaključiti, da se portfolio teorija može primjenjivati na tržištima kapitala Srednje i Jugoistočne Evrope.

### **3.4. Optimizacija rizika portfolia investicionih fondova u Republici Srpskoj**

Ulaganja novca u hartije od vrijednosti institucionalnih investitora ili fizičkih lica kao pojedinačnih investitora, motivisano je ostvarivanjem određenog očekivanog prinosa. Međutim, novčana ulaganja u finansijske instrumente podrazumijevaju rizik, tj. da

---

<sup>236</sup> Više o tome: Van Horne, J., Wachowicz, J., Osnove finansijskog menadžmenta, deveto izdanje, Mate d.o.o. Zagreb, 2002, str. 97

ulaganja neće donijeti očekivani prinos. U tom smislu, rizik predstavlja neizvjesnost budućeg ishoda ulaganja u spektar različitih hartija od vrijednosti, čija je vjerovatnoća ipak mjerljiva. Naime, prosječan investitor polazi od pretpostavke, da će realizovati maksimalan prinos uz prihvaćeni nivo rizika.

Prosječan investitor nije zainteresovan za prinos i rizik pojedinačnog finansijskog instrumenta. Zbog toga prosječni investitor ulaže raspoloživi novac u portfolio koji predstavlja skup finansijskih instrumenata različitih vrsta i karakteristika. Razlozi za ovakvo ponašanje investitora su sasvim jasni – investitor bi bio izložen u poziciji visoke izloženosti gubicima u slučaju izbora ulaganja u jedan finansijski instrument, odnosno jednu hartiju od vrijednosti. Upravo zbog toga, formiranje portfolia hartija od vrijednosti teorijski predstavlja optimalno rješenje.

Istraživanja koja su vršena na finansijskom tržištu Republike Srpske<sup>237</sup> pokazuju, da je moguće konstruisati efikasni optimalni rizični portfolio hartija od vrijednosti matematičkim postupkom<sup>238</sup> optimizacije performansi u odnosu na pasivni portfolio<sup>239</sup> na finansijskom tržištu Republike Srpske. Osnovni elemenat smanjenja rizika ulaganja u portfolio hartija od vrijednosti, tj. u više vrsta hartija od vrijednosti, naziva se diversifikacijom, odnosno smanjenjem koncentracije rizika. Povećavanjem broja hartija od vrijednosti u portfolio, smanjuje se ukupan rizik po opadajućoj stopi usljed konveksnosti krive ukupnog rizika. Konkretno to znači, da svaka dodatna hartija od vrijednosti uključena u portfolio, ima manji uticaj na smanjenje rizika portfolia u odnosu na prethodnu.

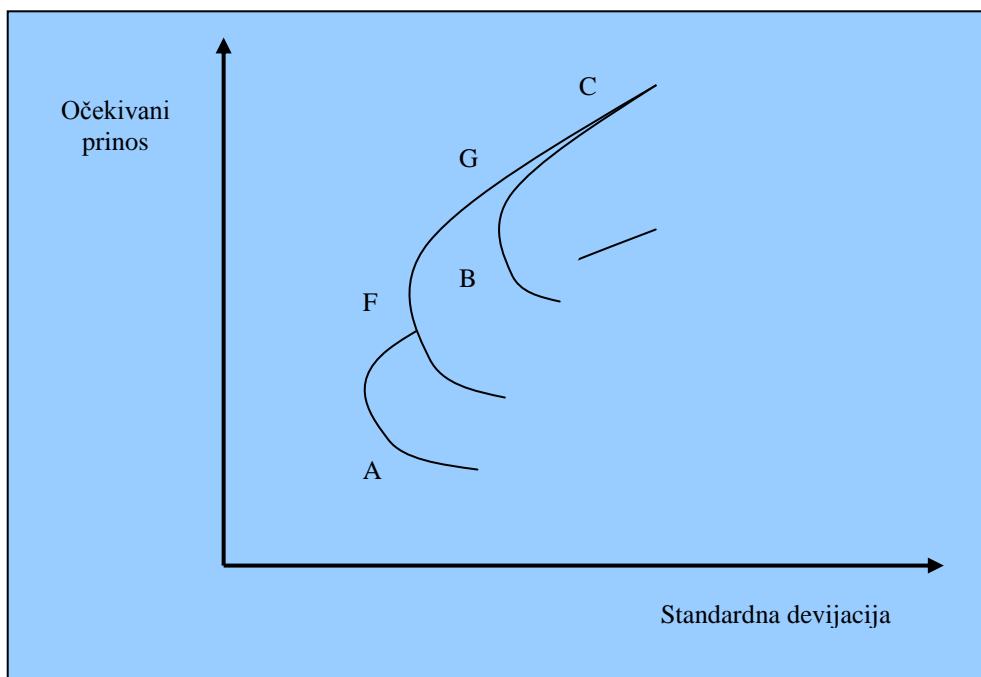
Treba istaći, da je efekat diversifikacije ograničen visinom sistemskog rizika tj. rizika nacionalnog tržišta. Povećavanjem broja hartija od vrijednosti, koje investitor može izabrati, povećava se skup mogućih portfolia i mogućnost izbora različitih kombinacija učešća pojedinih hartija od vrijednosti u portfolio. Takvu mogućnost izbora kombinacija prikazuje se na sljedećem grafičkom prikazu br. 1.

---

<sup>237</sup> Močić mr Branimir: Optimizacija rizičnog portfolia finansijskih instrumenata na finansijskom tržištu Republike Srpske, FINRAR – Finansije, računovodstvo, revizija, Savez računovođa i revizora Republike Srpske, Banja Luka, br. 12, 2011.

<sup>238</sup> Postupkom, koji je prvi primjenio Harry Markowitz, o kojem je već bilo riječi, a biće još i u narednim izlaganjima.

<sup>239</sup> Pasivni portfolio je subjektivni, lični izbor kombinacija investitora, koji se zasniva na subjektivnoj procjeni konstruisanja portfolia hartija od vrijednosti.

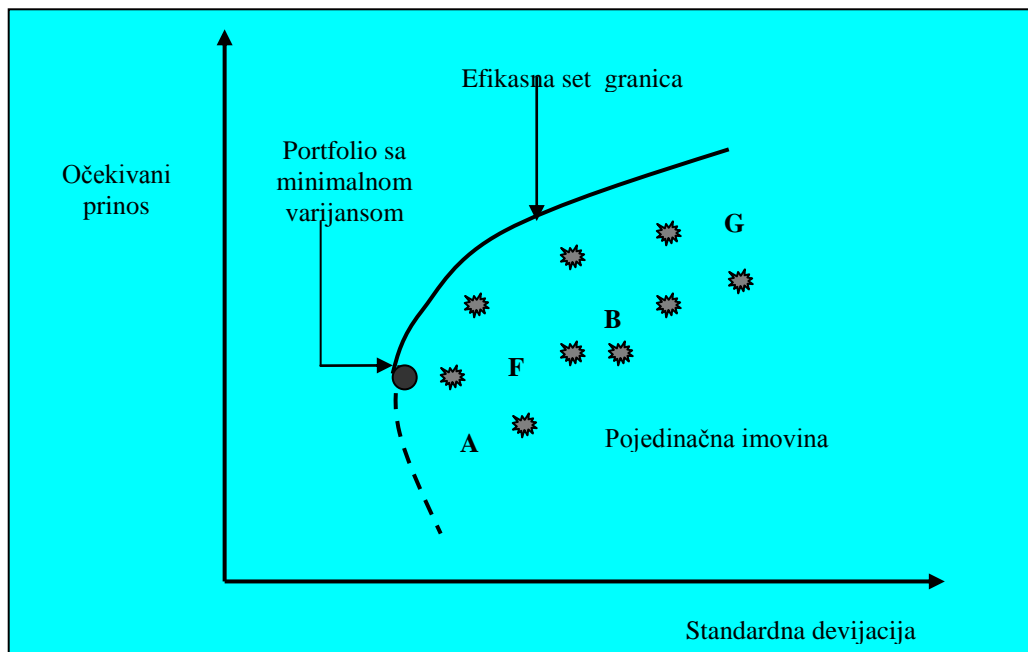


Grafički prikaz br. 1: Efikasna granica – set<sup>240</sup>

Tačke A, B i C predstavljaju pojedinačne akcije i definisane su očekivanim prinosom i standardnom devijacijom. Kriva koja prolazi kroz tačku A i B predstavlja odnos rizika i prinosa za skup mogućih portfolia, koja čine akcije A i B. Treba reći, da isto značenje ima i kriva koja prolazi kroz tačke B i C. Tačke F i G predstavljaju portfolie sastavljene od akcija A i B, odnosno B i C posmatrano respektivno. Kriva koja prolazi kroz ove tačke predstavlja skup portfolia sastavljenih od pojedinačnih portfolia F i G. Polazeći od toga, da su tačke F i G kombinacije akcija A, B i C, prezentirana kriva predstavlja skup portfolia koji se mogu formirati kombinovanjem navedene tri hartije od vrijednosti (A,B,C).

Granicu efikasnosti skupa svih posmatranih portfolia, koji imaju najveći prinos za datu standardnu devijaciju ilustruje sljedeći grafički prikaz br. 2.

<sup>240</sup> Moćić mr Branimir: Optimizacija rizičnog portfolia finansijskih instrumenata na finansijskom tržištu Republike Srpske, FINRAR – Finansijske, računovodstvo, revizija, Savez računovođa i revizora Republike Srpske, Banja Luka, br. 12, 2011, str. 75.



Grafički prikaz br.2: Portfolio sa minimalnom varijansom<sup>241</sup>

Na prezentiranom grafikonu prikazana je efikasna granica, koja predstavlja skup portfolia hartija od vrijednosti, koje imaju najveći očekivani prinos za datu standardnu devijaciju portfolia. Prinos portfolia izračunava se kao ponderisani prosjek očekivanog prinosa pojedinačnih hartija od vrijednosti. Ponderi predstavljaju učešća pojedinačnih hartija od vrijednosti u portfoliu.

Rizik portfolia izražava se standardnom devijacijom portfolia, dok varijansa portfolia nije ponderisana vrijednost varijansi pojedinačnih hartija od vrijednosti. Varijansa se računa kao odnos kretanja prinosa hartija od vrijednosti u određenom portfoliu. Statistički pokazatelji kretanja prinosa hartija od vrijednosti koji se koriste za formiranje rizičnog portfolia su kovarijansa i korelacija. Kovarijansa pokazuje u kom se obimu prinosi dvije hartije od vrijednosti kreću zajedno.

Treba istaći, da strukturu portfolia koja je izvršena raspoređivanjem sredstava u kratkoročne državne hartije od vrijednosti i rizičnu imovinu, predstavlja najjednostavniji način kontrole rizika. U teoriji portfolio se smatra, da je alokacija imovine najvažniji dio formiranja portfolia. Optimalni rizični portfolio formiran je na osnovu Harry Markowitz-evog algoritma deset hartija od vrijednosti sa najvećim učešćem u sastavu Berzanskog indeksa Republike Srpske. Performanse efikasnog rizičnog portfolia definisanog na osnovu navedenog skupa hartija od vrijednosti poređene su sa ekvivalentnim pasivnim portfoliim

<sup>241</sup> Ibidem, str. 75.



kao alternativnom strategijom ulaganja i performansama BIRS-a. Ekvivalentni portfolio definisan je kao portfolio sastavljen od istoimenih hartija od vrijednosti, ali je njihovo učešće određeno učešćem hartija od vrijednosti u formiranju Berzanskog indeksa Republike Srpske. Period posmatranja performansi portfolia obuhvata deset radnih dana (08.12.2011-21.12.2011.).

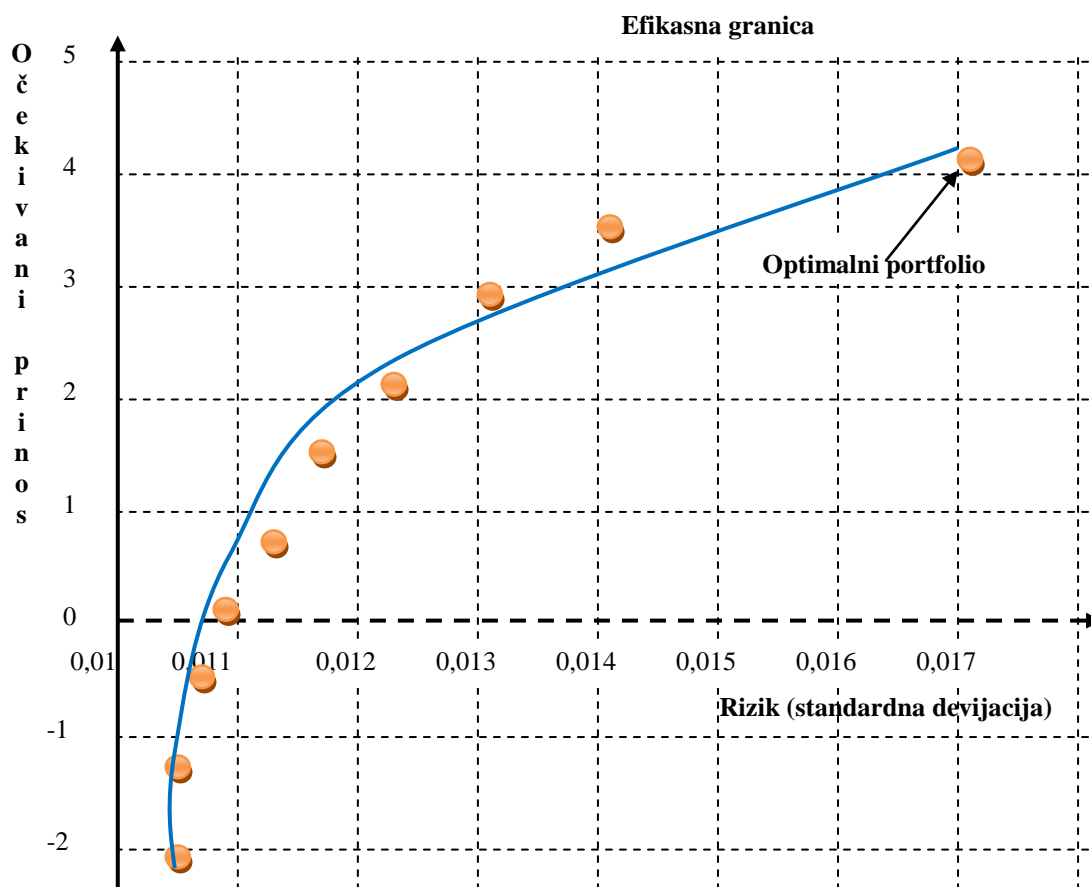
Akcije u sastavu BIRS-a, koje su uključene u proces optimizacije portfolia mogu se prikazati na sljedeći način, tabela br. 16.

<b>Rb.</b>	<b>Naziv emitenta</b>	<b>Oznaka</b>	<b>Učešće u BIRS-u</b>	<b>Broj podataka</b>
1.	Telekom Republike Srpske	TLKM	25,00%	1998
2.	Hidroelektrane na Drini	HEDR	15,94%	1538
3.	Hidroelektrane na Trebišnjici	HETR	14,02%	1502
4.	Nova banka Banja Luka	NOVB	10,72%	783
5.	Rudnik i termoelektrana Gacko	RITE	6,04%	1566
6.	Rudnik i termoelektrana Ugljevik	RTEU	4,57%	1495
7.	Hidroelektrana na Vrbasu	HELV	3,73%	1475
8.	ZTC Banja Vrućica Teslić	BVRU	3,49%	1993
9.	Elektrokrajina Banja Luka	EKBL	2,44%	1507
10.	Destilacija Teslić	DEST	2,20%	1507

Pregled br. 16: Akcije u sastavu BIRS-a uključene u proces optimizacije

Preko postupka optimizacije pokušava se pronaći učešća hartija od vrijednosti u sastavu portfolia, koja će na osnovu ulaznih podataka dati najbolje rješenje, odnosno najveći prinos po jedinici rizika za definisani period. To u ovom primjeru iznosi deset radnih dana. Istovremeno su u postupku optimizacije portfolia isključene kratke prodaje i postavljena ograničenja o maksimalnom učešću hartija od vrijednosti u portfoliu od 20%, kako bi se izvršila diversifikacija portfolia. Korišćeni su podaci, koji predstavljaju prosječne dnevne očekivane vrijednosti za posmatrani period.

Rezultati istraživanja pokazuju, da je u radu izabran optimalni rizični portfolio koji na efikasnoj granici ostvaruje najveći prinos po jedinici rizika.<sup>242</sup> Portfolio, kojim je predstavljena efikasna granica, koja sadrži skup portfolia koji ostvaruju najveći prinos za datu jedinicu rizika određenih na osnovu ulaznih parametara u postupku optimizacije, može se ilustrovati na sljedećem grafičkom prikazu br. 3.



Grafički prikaz br. 3: Efikasna granica definisana postupkom optimizacije<sup>243</sup>

U narednom pregledu predstavljeni su parametri sedam portfolia na efikasnoj granici u vidu prinosa i rizika sa definisanom strukturom. Optimizacijom je definisano deset portfolia, pri čemu su tri portfolia definisana sa negativnim očekivanim prinosom, pa su iz tih razloga isključena iz ove prezentacije. Skup portfolia na efikasnoj granici prikazuje sljedeći pregled br. 17.

<sup>242</sup> U radu se pošlo od toga, da se konstrukcija rizičnog portfolia i postupak optimizacije sprovodi za finansijsko tržište koje se nalazi u zemlji pod monetarnim odborom, koji onemogućava emisiju domicilno nerizičnih državnih zapisa, te kao posljedica toga ne postoji mogućnost formiranja linije alokacije kapitala, pa je zato za optimalni rizični portfolio izabran portfolio koji posjeduje najveći prinos po jedinici rizika.

<sup>243</sup> Ibidem, str. 77.

Rb	Prinos %	Rizik %	TLKM %	DEST %	HELV %	BVRU %	EKBL %	RTEU %	RITE %	HETR %	NBBB %	HEDR %
1.	0,001	1,10	20	8	9	15	7	5	4	15	8	10
2.	0,007	1,14	20	9	9	16	7	5	4	15	5	10
3.	0,014	1,18	20	11	9	17	7	5	4	15	2	11
4.	0,021	1,23	20	12	9	18	6	5	4	14	0	11
5.	0,028	1,31	20	16	7	20	5	5	3	13	0	11
6.	0,035	1,45	20	20	6	20	4	5	2	11	0	12
7.	0,042	1,71	20	20	-	20	-	20	-	-	-	20

Pregled br. 17: Skup portfolia na efikasnoj granici sa % učeća hartija od vrijednosti

Navedeni podaci omogućili su izbor rizičnog optimalnog portfolia. To je portfolio pod rednim brojem sedam, koji polazi od ulaganja raspoloživih novčanih sredstava u jednakim iznosima u akcije: Telekomu Republike Srpske, Hidroelektrane na Drini, Rudnika i termoelektrana Ugljevik, Zdravstveno turističkog centra Banja Vrućica i Destilacije Teslić. Struktura i performanse ovog portfolia prikazane su u sljedećem pregledu br. 18.

Struktura optimalnog rizičnog portfolia u %											
	TLKM	HEDR	HETR	NOVB	RITE	RTEU	HELV	BVRU	EKBL	DEST	Portfolio
Prinos	-0,06	0				-1,02		1,52		0	
Učešće	20	20				20		20		20	
Prinos*	-0,01	-				-0,20		0,30		-	0,09
Rizik	0,7	0,0				8,3		3,3		0,0	0,14
Struktura ekvivalentnog pasivnog portfolia u %											
	TLKM	HEDR	HETR	NOVB	RITE	RTEU	HELV	BVRU	EKBL	DEST	Portfolio
Učešće (BIRS)	25	15,94	14,02	10,72	6,04	4,57	3,73	3,49	2,44	2,20	
Prinos	-0,06	0,00	-1,20	-0,79	0,41	-1,02	0,02	1,52	0,44	0,00	
Prinos*	-0,02		-0,17	-0,09	0,02	-0,05	0,00	0,05	0,01		-0,23
Rizik	0,7		4,1	1,2	7,4	8,3	0,1	3,3	1,9		0,09

Pregled br. 18: Performanse portfolia u analiziranom vremenskom periodu

Navedeni podaci pokazuju, da bi ulaganje u optimalni portfolio imala prinos u prosječnom dnevnom iznosu od 0,09% uz rizik portfolia 0,14%. Istovremeno, ekvivalentni pasivni portfolio imao bi prosječni negativni dnevni prinos od 0,23% i standardnu devijaciju dnevnu od 0,09%. Na osnovu naprijed navedene postavke proizilazi, da je investiranje u optimizirani rizični portfolio bolja varijanta ulaganja u datom periodu nego ulaganja u ekvivalentni pasivni portfolio.

## 4. MODELI UPRAVLJANJA RIZIKOM PERFORMANSI DOBROVOLJNIH PENZIONIH FONDOVA

### 4.1. Modeli finansiranja i reforma penzionog sistema

Analiza postojećeg penzionog sistema u Republici Srpskoj pokazuje, da dugoročno posmatrano, ukoliko ne bude dodatnih reformi, neizbježan je rast deficita penzionog sistema. Sve je veća zavisnost penzionog sistema od budžeta, a izdaci za penzije imaju trend rasta u odnosu na BDP. Reformi penzionog sistema trebalo bi se pristupiti na cjelovit način u skladu sa ukupnim reformama i tranzicijskim procesima Republike Srpske, s ciljem razvoja tržišne ekonomije, povećanja pojedinačnog i opšteg društvenog blagostanja. Reformu penzionog sistema trebalo bi izvršiti što prije i to iz nekoliko razloga:<sup>244</sup>

- (a) trenutna starosna struktura zaposlenih je veoma nepovoljna, što će dodatno otežati funkcionisanje postojećeg penzionog sistema, zasnovanog na među generacijskoj solidarnosti. Prema podacima kojima raspolaže Fond PIO, u strukturi zaposlenih dominiraju stariji radnici.<sup>245</sup>
- (b) za veliki broj radnika doprinosi se uopšte ne uplaćuju ili se ne obračunavaju na puni iznos isplaćene neto plate, zbog čega se prema procjenama Fonda PIO ostvaruju gubici oko 2 miliona KM, na mjesečnom nivou.
- (c) rano penzionisanje, invalidski penzioneri imaju relativno visoko učešće u ukupnim penzijskim davanjima, što iznosi 17%.
- (d) socijalna ugroženost penzionera, prosječna isplaćena penzija u 2008. godini iznosila je 40,74 % isplaćene neto plate, dok penzioneri zahtijevaju da to bude 60% od isplaćene neto plate.<sup>246</sup>
- (e) analiza rasta sredstava potrebnih za godišnju isplatu penzija i godišnji rast GDP-a, ukazuje da je rast sredstava značajno veći nego rast GDP-a (osim 2003. godine kada je rast sredstava potrebnih za isplatu penzija bio manji od rasta GDP-a).

Treba istaći, da se sredstva koja su prikupljena po osnovu doprinosa za penzijsko i invalidsko osiguranje, kao i iz budžeta po osnovu obaveza Republike, povećavaju iz

---

<sup>244</sup> Božić dr Radomir: Reforma penzionog i invalidskog osiguranja u Republici Srpskoj, Knjiga prezentacija sa 1. međunarodne konferencije Banjalučke berze, Banja Vrućica, 2005. god.

<sup>245</sup> Primjera radi 69% zaposlenih je starije od 45 godina, više od polovine je starije od 50 godina, dok je radnika mlađih od 30 godina svega 10%, što ukazuje da će u narednom periodu veliki broj zaposlenih ići u redovnu starosnu penziju.

<sup>246</sup> Prema istom izvoru, zahtjevi penzionera bili bi neophodno ispoštovani tek 2019. godine, polazeći od projekcije kretanja prosječne isplaćene penzije i prosječne neto plate.

godine u godinu. Prosječan mjesečni iznos sredstava, prikupljenih po osnovu doprinosa, povećao se sa 32 milona KM u 2006. godini na 43,6 miliona KM u 2008. godini. Budžetska sredstva doznačena Fondu PIO su se sa 10,6 milona KM u 2006. godini povećala na 14,6 miliona KM mjesečno u 2008. godini.<sup>247</sup>

Reforma penzijskog osiguranja treba da omogući kreiranje sistema koji će biti: (a) socijalno pravedan, tj. socijalno prihvatljiv, (b) ekonomski racionalan, samoodrživ i efikasan, (c) transparentan, odnosno u okviru ovog sistema trebalo bi svakom pojedincu da bude jasno predočeno da će na osnovu određene uplate doprinosa, uz prinos na investirana sredstava doprinosa, imati izvjesnu penzijsku nadoknadu nakon penzionisanja, (d) definisan tako da stimuliše rad i uplaćivanje sredstava doprinosa, gdje će zaposleni imati potvrdu da su njihova izdvojena sredstva doprinosa samo odložena potrošnja, (e) koncipiran na način da utiče na opšte smanjenje, tj. izbjegavanje plaćanja doprinosa za penzijsko i invalidsko osiguranje.<sup>248</sup>

Da bi se ovakav sistem penzijskog osiguranja razvio i da bi počeo uspješno funkcionisati, potrebno je stvoriti brojne predulove, a među najznačajnijim pretpostavkama su:

- (a) povećanje zarada zaposlenih, tj. poboljšanje životnog standarda stanovništva da bi se mogli izdvajati zahtjevi za dobrovoljno penzijsko osiguranje. Najveći broj osiguranika sada nema dovoljno velike zarade da bi mogli, pored obaveznih doprinosa, dio dohotka usmjeravati u dugoročnu štednju,
- (b) edukacija kadrova, koji će znati pravilno vršiti finansijsku i aktuarsku analizu, posebno lica koja će biti zadužena za upravljanje i nadzor penzijskih fondova. Njihov zadatak treba da bude veoma odgovoran i težak, s obzirom da će raditi procjene uravnoteženja uplaćenih doprinosa i isplaćenih penzijskih nadoknada,
- (c) rezerve penzijskog osiguranja uz definisanu procjenu prinosa na investirana sredstva po osnovu uplaćenih doprinosa,
- (d) povećanje stope zaposlenosti, stope privrednog rasta i sl.

---

<sup>247</sup> Povećanje sredstava je omogućilo da se penzije od marta 2009. godine isplaćuju po koeficijentu 1, usklađeno na penzije iz 2005. godine. Od maja tekuće godine penzije su usklađene na 2006. godinu, što je značilo dodatno povećanje penzija za 9,93%. U septembru 2009. god. je uslijedilo novo povećanje penzija od 6%, čime su penzije približno usklađene sa nivoom iz 2007. godine. Navedena povećanja penzija predstavljaju najveći rast penzija u jednoj fiskalnoj godini posmatrano od 1992. godine pa do danas.

<sup>248</sup> Antić Rakonjac dr Tatjana: Dobrovoljno penzijsko osiguranje - aktuarska i finansijska analiza, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004. god., str.280.

Nakon izvršenih komparativnih analiza međunarodnih iskustava tranzicijskih zemalja u okruženju, urađena je Strategija reforme penzijskog i inavalidskog sistema u Republici Srpskoj i to po sljedećem modelu:

- (1) osnovan je demografski rezervni fond od portfolia akcija Fonda PIO iz privatizacije,
- (2) reforma I stuba penzijskog osiguranja pri čemu je dodatna parametarska reforma radi pravičnije raspodjele, obezbjeđenja veće stope povrata i finansijske stabilizacije sistema tekućeg finansiranja,<sup>249</sup>
- (3) uspostavljanje II stuba obaveznog kapitalizovanog osiguranja, kao trajnog dugoročnog rješenja,<sup>250</sup>
- (4) uspostavljanje III stuba fondova dobrovoljnog penzijskog osiguranja, kako bi se stvorila šira osnova različitih izvora finansiranja penzija i podstakla dugoročna namjenska štednja.

Osnivanje demografskog rezervnog fonda podrazumijeva sljedeće poslove: (a) usvajanje Zakona o Penzijskom rezervnom fondu Republike Srpske (PREF), pri čemu će 2009. godina biti godina implementacije zakona, tj. godina osnivanja PREF-a,<sup>251</sup> (b) poslovanje PREF-a prema konzervativnim investicionim načelima, uz poštovanje principa sigurnosti, likvidnosti i profitabilnosti.<sup>252</sup>

Reforma I stuba podrazumijeva sljedeće poslove: (a) dodatnu parametarsku reformu radi izjednačavanja prava obezbjeđenja veće stope povrata i finansijske stabilizacije sistema tekućeg finansiranja, (b) analizu postojećeg PAYG (pay as you go) penzijskog sistema u cilju identifikovanja nelogičnosti sistema i devijacija koje one izazivaju, kao i mogućih daljih reformi.<sup>253</sup> Uspostavljanje II stuba penzijskog osiguranja podrazumijeva sljedeće poslove: (a) izradu mikro i makro modela za stimulaciju različitih reformskih scenarija u projektovanom demografskom i makroekonomskom okruženju, (b) kvantitativnu i

---

<sup>249</sup> U postojećem zakonu je nužno otkloniti odredbe koje nagrađuju prijevremeno penzionisanje, a destimulisati duži ostanak na poslu.

<sup>250</sup> Pri tome je nužno utvrditi i stvoriti potrebne uslove za finansiranje tranzicijskog troška.

<sup>251</sup> Fond se osniva od imovine koju je Fond PIO stekao u procesu privatizacije, a u cilju efikasnijeg i profesionalnijeg upravljanja tom imovinom.

<sup>252</sup> Isti je u funkciji poboljšanja obaveznog penzijskog osiguranja i njegove dugoročne finansijske održivosti, kao i finansiranje troškova uvođenja II stuba penzijskog osiguranja.

<sup>253</sup> Te reforme se odnose na intervenisanje u dijelu uslova za sticanje prava penzijskog osiguranja, redefinisiranje invalidnosti, moguće uvođenje bod sistema, analiza promjene indeksacije penzije i valorizacije plate.

kvalitativnu analizu demografskih, makroekonomskih pokazatelja kao i njihovu procjenu za naredni period.<sup>254</sup>

Uspostavljanje III stuba penzijskog sistema podrazumijeva sljedeće poslove: (a) prijedlog zakona o dobrovoljnim penzijskim fondovima usvojen je u I kvartalu 2009. godine, dok se osnivanje prvih penzionih fondova očekuje do kraja 2009. godine, (b) usvajanje Zakona iz oblasti poreske politike obezbjeđenja poreskih podsticaja pojedinaca koji će štedjeti u dobrovoljnim penzijskim fondovima (1.200 KM godišnja poreska olakšica), (c) doprinosa socijalnom razvoju, smanjenja rizika siromaštva i nesigurnosti prihoda starije populacije, te doprinosa ekonomskom razvoju kroz podsticanje domaće štednje i sprečavanje daljeg odliva domaće štednje u inostranstvo preko raznih oblika životnog osiguranja, (d) sekundarnog cilja koji se odnosi na uspostavljanje III stuba penzijskog osiguranja vezanog za razvoj tržišta kapitala i kreiranje novih institucija kolektivnog investiranja.<sup>255</sup>

Reforma penzionog sistema Republike Srpske usmjerena je na uspostavljanju dugoročno održivog penzionog sistema. Tranzicijski troškovi reforme biće finansijski podržani iz sredstava privatizacije, a osnovni cilj reforme penzionog sistema jeste dodatno podsticanje akumulacije domaće štednje i dalji razvoj tržišta kapitala u Republici Srpskoj.

#### **4.2. Dobrovoljni penzioni fondovi i razvoj finansijskog tržišta**

Reforma penzionog sistema u Republici Srpskoj je nužna i na nju posebno treba obratiti pažnju, jer je ona važna za podsticanje razvoja tržišta kapitala. S tim u vezi, potrebne su i nove finansijske institucije u obliku penzionih fondova kao institucionalnih investitora.

Prema zvaničnim podacima u Republici Srpskoj, privredna aktivnost je na relativno niskom nivou. Stopa rasta industrijske proizvodnje, jedan je od glavnih pokretača BDP-a. U 2003., 2004., 2005., i 2006. godini prisutan je snažan proces reindustrijalizacije. U nekim zemljama centralne Evrope (Mađarskoj, Češkoj i Slovačkoj) stopa rasta industrijske proizvodnje je, u periodu 2003-2006.godine, konstantno iznosila oko 10% na godišnjem nivou. U 2008. godini stopa industrijske proizvodnje iznosila je 4,5%, dok je ista u 2007. godini bila 1,4%. Stopa nezaposlenosti u 2008. godini je 33,2%, dok je prosječna plata u Republici Srpskoj u 2008. godini bila 783 KM. Prihodi javnog penzionog sistema su

---

<sup>254</sup> Nakon simulacije različitih reformskih scenarija i procjene tranzicijskih troškova, svakog reformskog scenarija, predložiće se adekvatna penzijska politika i dugoročno održiv penzijski sistem.

<sup>255</sup> Preko ovih institucija obezbjediti će se da akumulirani individualni doprinosi efikasno učestvuju na tržištu kapitala.

nedovoljni za izmirenje tekućih obaveza prema penzionerima. Reforma postojećeg penzionog sistema može biti instrument razvoja ukupne privredne aktivnosti, tako da uvođenje dodatnih oblika penzionog osiguranja, dobija još veći značaj za ukupni privredni oporavak, a sve u funkciji rasta ekonomskih i socijalnih pokazatelja.

Ulazak penzionih fondova na tržište kapitala zahtijeva, kako je već pomenuto, značajne reforme u penzijskom sistemu, uz napomenu da se ta reforma sprovodi u paketu sa drugim reformama. Primjeri iz okruženja pokazuju, da se reformom penzijskog sistema formirala značajna ponuda za investiranje na tržištu kapitala. Penzijska sredstva u svakoj zemlji predstavljaju značajan izvor novca koji povećava dubinu tržišta kapitala i čini ga efikasnijim. Gotovo je sasvim sigurno, da reforma penzionog osiguranja može podržati razvoj tržišta kapitala.

Primjenom Zakona o dobrovoljnim penzionim fondovima i penzijskim planovima biće definisana koncepcija poslovanja privatnih penzionih fondova, pravila ponašanja na tržištu kapitala, investicione smjernice u niskorizične hartije od vrijednosti, kao i praćenje i kontrola upravljanja penzijskim fondovima. Stalno prisutno pitanje u javnosti, glasi: kako poreskom politikom stimulisati štednju i uplate u penzione fondove a posebno koncept ulaganja fonda:

- (a) uolikoj mjeri bi domaće fondove trebalo usmjeriti na domaći kapital,
- (b) uolikoj mjeri bi trebalo dopustiti fondovima da investiraju na inostrana tržišta (jer, što je domaća privreda manja i osjetljivija, veća je važnost diverzifikacije na inostranim tržištima) i sl.,
- (c) da li će biti obavezna ulaganja određenog procenta sredstava fonda u državne zapise ili obveznice, kojima će se finansirati nedostatak sredstava u državnom penzionom fondu, i ako da, u kojem procentu.

U prethodnim istraživanjima u disertaciji je istaknuto, da je zahtjev za sigurnošću sredstava veći kod penzionih nego kod drugih investicionih fondova, jer se tom imovinom obezbjeđuju socijalna sigurnost članova penzionih fondova i njihovih porodica. To znači da država treba da propiše određena ograničenja, posebno u dijelu investicione politike. Najveća prepreka, u većini zemalja u kojima se sprovodi penzijska reforma, jeste što su u početku i tržište kapitala i penzijski fondovi finansijski mali i nedovoljno razvijeni.



Iskustvo većine razvijenih zemalja je pokazalo, da je stepen samostalnosti penzionih fondova pri donošenju investicionih odluka proporcionalan sa stepenom razvijenosti tržišta kapitala dotične zemlje. Problem je, međutim, kod zemalja u tranziciji koje nemaju historijsko iskustvo oko toga koliki stepen “slobode“ dopustiti penzionim fondovima kako bi oni sami kreirali investicionu politiku. Suviše stroga regulativa bi sputavala razvoj penzionih fondova, time i tržišta kapitala sa jedne strane, a sa druge strane isuviše liberalna regulativa bi vodila ka kompromitovanju ovih institucija.

Iskustva pokazuju, da tek formirani penzijski fondovi (početku penzione reforme) uglavnom imaju jasno definisane limite za investiranje na inostrano tržište, i u većini slučajeva su njihovi argumenti slični. Prvo, nedovoljan stepen sofisticiranosti fondova i menadžera na početku da bi mogli investirati na inostranim tržištima. Drugo, zadržavanje najvećeg dijela novca u zemlji, kako bi se podsticao razvoj domaće privrede.

Pozitivni efekti uspostavljanja i funkcionisanja dobrovoljnih penzijskih fondova na razvoj tržišta kapitala se mogu posmatrati na sljedeći način:

- (a) veća tražnja za hartijama od vrijednosti na tržištu bi dovela i do povećanja likvidnosti i efikasnosti tržišta. Upravljavajući svojim portfoliom, fondovi bi s jedne strane generisali potrebne prihode za izmirivanje svojih obaveza prema osiguranicima, a sa druge strane uticali bi na rast obima transakcija i povećanje likvidnosti (dubine) na tržištu kapitala. U početku se ne može očekivati da fondovi vrše raspodjelu prihoda osiguranicima, već njegovo reinvestiranje.
- (b) sredstva kojima raspolažu penzioni fondovi predstavljaju značajnu akumulaciju kapitala, što može uticati na rast tražnje za hartijama od vrijednosti.
- (c) veća akumulacija kapitala, odnosno, veća tražnja za hartijama od vrijednosti podstiče finansijske inovacije, tj. uvođenje novih finansijskih instrumenata. Najveći dio imovine penzionog fonda predstavljaju dugoročna sredstva, što omogućava fondu da iste investira u dugoročne hartije od vrijednosti sa većom stopom povrata. Za domaće tržište kapitala je važno da ponudi takve hartije od vrijednosti. U suprotnom, penzioni fondovi će investirati raspoloživa sredstva na inostrano tržište.
- (d) s obzirom da ovi fondovi izbjegavaju visokorizične, špekulativne poslove, njihov nastanak bio bi od velikog značaja za naše tržište kapitala, jer bi svojim aktivnim prisustvom doprinijeli i stabilnosti cijena hartija od vrijednosti.

- (e) jedan od pozitivnih efekata koji se očekuju je i veća transparentnost u radu emitenata i unapređenje korporativnog upravljanja; "pritisak" koji stvaraju institucionalni investitori i rast njihovih sredstava zahtjeva od emitenata izvršavanje svih obaveza nametnutih principima korporativnog upravljanja.
- (f) pojavom i razvojem penzionih fondova u Republici Srpskoj povećao bi se broj mogućnosti za mobilizaciju finansijskih sredstava, čime bi se unaprijedio razvoj tržišta kapitala i konkurencija među finansijskim institucijama. Isto bi dalje, uslovalo smanjenje troškova i povećanje efikasnosti procesa finansijskog posredovanja.
- (g) pored svega gore navedenog, smatra se da, ukoliko je u određenoj državi razvijen sistem dobrovoljnog penzionog osiguranja, postoji i razvijena institucionalna kultura, uz prisutno povjerenje u sposobnost penzionih fondova da efikasno upravljaju povjerenim sredstvima.

Dobro regulisani i usmjeravani privatni penzioni fondovi doveli su do značajnih pozitivnih rezultata, uključujući poboljšano funkcionisanje i tržišta kapitala i tržišta radne snage, kao i povećanje stope privrednog rasta. Primjer toga je i čileanska penzionarna reforma koja pokazuje da je nakon 20 godina postojanja u privatni sistem akumulirano preko 35 milijardi dolara, što je oko 40% nacionalnog BDP. Stopa rasta privrede se povećala sa 3% na 6,5%, stopa štednje se povećala na 27% BNP, stopa nezaposlenosti se smanjila za 5%. Najvažnije je možda to da su penzije prestale da budu isključiva i sama odgovornost države. To podrazumijeva da je ogroman sektor privrede postao depolitizovan i time je pojedincima pružena veća kontrola nad sopstvenim životima.<sup>256</sup>

Sa aspekta cjelokupne ekonomije, na domicilnom tržištu kapitala postoji potreba za uvođenjem dobrovoljnih penzijskih fondova. Za dalji razvoj tržišta kapitala privatni penzioni fondovi su neophodni isto toliko koliko i investicioni fondovi. Ne treba imati iluziju da će sama pojava i funkcionisanje ovih fondova, bez obezbjeđenja drugih, suštinskih uslova, pokrenuti razvoj tržišta kapitala. "Razvoj penzionih fondova odlučujuće počinje da doprinosi razvoju tržišta kapitala i opštem ekonomskom razvoju i rastu kada se dostigne kritična masa koju oni čine u odnosu na društveni proizvod zemlje. Taj prag se ne može egzaktno odrediti, ali se udio od 20% bruto domaćeg proizvoda uzima kao

---

<sup>256</sup> Chiappe Rosa: Reforma penzijskog sistema, Knjiga prezentacija sa 3. Međunarodne konferencije Beogradske berze, Beograd, 2004. god., str. 190.

zadovoljavajući. U zemljama koje počinju reformu, taj udio je oko 5% i ima važnu ulogu u razvoju faktoringa, lizinga i finansijskih inovacija".<sup>257</sup>

Nerazvijeno tržište kapitala će predstavljati dodatno ograničenje prilikom formiranja prvih privatnih penzionih fondova, pored niz nabrojanih ograničenja. Naše tržište karakteriše nedostatak kvalitetnih hartija od vrijednosti, što će sigurno ozbiljno uticati na mogućnost disperzije ulaganja i veću osjetljivost vrijednosti imovine fondova kao i kolebanje njihovih cijena na tržištu. To bi dalje imalo kao posljedicu smanjenje mogućnosti upravljanja portfoliom i uvećanja vrijednosti putem prinosa. Sve ovo može negativno uticati na formiranje dobrovoljnih penzionih fondova.

### **4.3. Upravljanje rizicima performansi dobrovoljnih penzionih fondova**

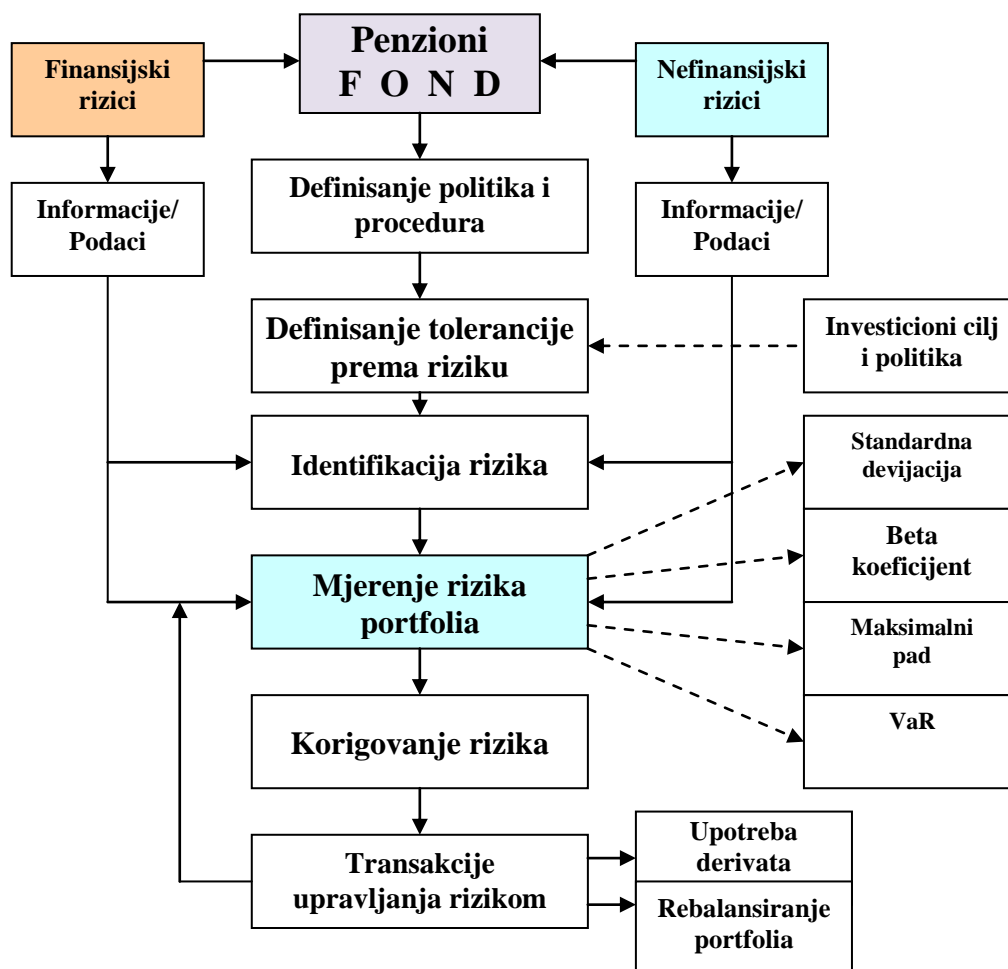
U teoriji investicija je dobro poznato pravilo, da bez izlaganja i preuzimanja rizika nema željenog, a ni zadovoljavajućeg prinosa. To znači, da su prinos i rizik dva povezana faktora i da je za uspješno poslovanje penzionog fonda neophodno njihovo optimalno kombinovanje. To se postiže upravljanjem investicionim portfoliim fonda i procesom poznatim kao "upravljanje rizikom", koji ima nekoliko faza i to:

- (a) identifikovanje rizika,
- (b) definisanje prihvatljive izloženosti rizicima,
- (c) kontinuirano mjerenje i kvantifikacija izloženosti riziku,
- (d) eventualno preduzimanje odgovarajućih korektivnih mjera.

Proces upravljanja rizikom penzionog fonda može se prikazati kao na slici br. 1.

---

<sup>257</sup> Jeremić dr Zoran: Stanje finansijskog sektora u Srbiji i dalji pravci razvoja, časopis Finansijske-bankarstvo-revizija-osiguranje, Fakultet za finansijski menadžment i osiguranje, Beograd, 4/2004. str.11.



Slika br. 1: Proces upravljanja rizikom penzionog fonda<sup>258</sup>

Navedena slika br. 1 pokazuje, da je svaki dobrovoljni penzioni fond suočen sa mnogobrojnim finansijskim i nefinansijskim rizicima. Među finansijskim rizicima najviše su prisutni: tržišni, kreditni i rizik likvidnosti. Među nefinansijskim rizicima najviše su prisutni: operativni, politički, poreski i rizik modeliranja. Da bi se ograničilo ili neutralizovalo dejstvo rizika na poslovanje dobrovoljnog penzionog fonda, nepohodno je kontinuirano upravljati navedenim rizicima u datom portfoliu fonda.

Dejstvo pomenutih rizika na poslovanje penzijskog fonda može se ograničiti uz primjenu određenih politika i procedura upravljanja rizicima fonda. Njima je neophodno definisati i prilagoditi prihvatljivi nivo rizika, što je potrebno radi “prihvatanja“ tj. kupovine određenih hartija od vrijednosti ili njihove prodaje, kada pređu taj nivo rizika.

<sup>258</sup> Preuzeto i adaptirano premo izvoru: Glišić Milan, master ekonomije: Mjerenje performansi investicionih i penzionih fondova u funkciji upravljanja rizicima, 44.Simpozijum Saveza računovodstvenih radnika Srbije na temu: “Podrška upravljanju rizicima finansijskih institucija”, Zlatibor, Srbija, 2013, str. 248.

Dakle, proces upravljanja portfolio rizicima penzionog fonda počinje njihovom identifikacijom, da bi se u narednoj fazi pristupilo njihovom mjerenju. Kada se putem mjerenja utvrdi da je izloženost rizicima previsoka, tj. veća od utvrđene prihvatljive granice, tada se ovaj problem rješava preko primjene derivata ili rebalansiranjem portfolia hartija od vrijednosti fonda. Međutim, treba imati u vidu da su rizici samo jedna komponenta performansi, dok je druga prinos hartija od vrijednosti fonda.

#### **4.4. Modeli mjerenja rizika performansi dobrovoljnih penzionih fondova**

Mjerenje izloženosti penzionih fondova riziku izvršava se na osnovu raspoloživih podataka i informacija u kretanju na tržištu i u okviru portfolia svakog penzionog fonda. Naime, smatra se, da mjerenje izloženosti riziku predstavlja oblik računovodstvene podrške čitavog procesa upravljanja rizicima i performansama penzionog fonda.

Rizik portfolia penzionog fonda se kvantifikuje primjenom određenih posebnih ili separatih mjerila, kao što su: (a) standardna devijacija, (b) beta koeficijent, (c) maksimalan pad, i (d) VaR. Standardna devijacija i beta koeficijent su, kao mjerila, objašnjeni u prethodnom izlaganju u ovom dijelu disertacije, dok će mjerila “maksimalan pad“ i “VaR“ biti objašnjena u narednom izlaganju kod primjene kompozitnih mjerila performansi dobrovoljnih penzionih fondova. Kompozitna mjerila predstavljaju kombinaciju separatih mjerila prinosa i rizika dobrovoljni penzionih fondova.

Primjenom određenih metodoloških mjerila na prikupljene podatke i informacije, došlo se do rezultata istraživanja vrijednosti posebnih i kompozitnih mjerila performansi dobrovoljnih penzionih fondova u Republici Srbiji.<sup>259</sup> Obračunate vrijednosti posebnih mjerila rizika dobrovoljnih penzionih fondova prikazane su u sljedećem pregledu br. 1.

---

<sup>259</sup> Vidi detaljnije: Glišić Milan, master ekonomije: Mjerenje performansi investicionih i penzionih fondova u funkciji upravljanja rizicima, 44. Simpozijum Saveza računovodstvenih radnika Srbije na temu: “Podrška upravljanju rizicima finansijskih institucija”, Zlatibor, Srbija, 2013, str. 257-260.

Fond	Neto imovina (eura)	Mjerilo br. 1: (a) standardna devijacija (b) BELEKS15	Mjerilo br. 2: (a) beta koeficijent	Mjerilo br. 3: (a) maksimalni pad (gubitak) (b) BELEX15	Mjerilo br. 4: (a) VaR (eura)
Delta Generali Basic	30.001.071	(a) 1,79% (b) 12,52%	0,0924	(a) - 4,65% (b) - 41,95%	- 719.047
DDOR Garant	22.147.971	(a) 1,71% (b) 12,62%	0,0593	(a) - 3,30% (b) - 41,95%	- 512.175
Raiffeisen Future	13.405.413	(a) 1,17% (b) 12,62%	0,0262	(a) - 2,06% (b) - 41,95%	- 147.902
Dunav	49.452.137	(a) 1,45% (b) 11,96%	0,0575	(a) - 3,56% (b) - 41,95%	- 962.515
Societe Generale Ekvilibrio	773.174	(a) 0,62% (b) 10,60%	0,0333	(a) - 0,40% (b) - 24,40%	- 1.944
Societe Generale Štednja	986.897	(a) 0,54% (b) 10,60%	- 0,0174	(a) - 0,55% (b) - 24,40%	- 545
Delta Generali Index	1.539.261	(a) 3,24% (b) 8,01%	0,0916	(a) - 3,25% (b) - 11, 55%	- 66.924
Triglav Penzija	677.895	(a) 1,19% (b) 12,20%	0,0119	(a) - 2,73% (b) - 41,95%	- 10.043
FONDex:	-	(a) 1,70% (b) 12,52%	0,0729	(a) - 3,75% (b) - 41,95%	-

Pregled br. 1: Posebna mjerila rizika dobrovoljnih penzionih fondova

Standardna devijacija prinosa svih dobrovoljnih penzionih fondova znatno je manja od standardne devijacije prinosa tržišnog indeksa BELEX 15. To je prije svega posljedica toga, što većinu portfolia penzionih fondova čine pred akcije, i obveznice, koje imaju manju volatilitnost od akcija. Kombinovanjem ovih instrumenata se uprosječavaju i dijelom diversifikuju njihovi rizici. Pored nižeg nivoa ukupnog rizika, dobrovoljni penzioni fondovi su u manjoj mjeri osjetljivi na promjene tržišnog indeksa BELEX 15, što potvrđuju i vrijednosti beta koeficijenta (koji je manji od 1).

Pored posebnih mjerila, neophodno je analizirati i kompozitna mjerila performansi dobrovoljnih penzionih fondova. Kompozitna mjerila performansi penzionih fondova povezuju ostvarene prinose fondova sa nivoom njihovih rizika, preko čega se dobijaju odgovori na dva važna pitanja i to o:<sup>260</sup>

(a) uspješnosti upravljanja fondom (rizicima) od strane portfolio menadžera,

<sup>260</sup> Glišić Milan, master ekonomije: Mjerenje performansi investicionih i penzionih fondova u funkciji upravljanja rizicima, 44.Simpozijum Saveza računovodstvenih radnika Srbije na temu: "Podrška upravljanju rizicima finansijskih institucija", Zlatibor, Srbija, 2013, str. 252.

(b) poređenju bolje ostvarenih investicionih rezulta između najmanje dva fonda.

Na uspješnost upravljanja fondovima ukazuju pokazatelji kao što su: (a) Sharp-ov racio ili indeks, (b) M2 mjera rizika, (c) Treynor-ov indeks, (d) informacioni racio i (e) RoMAD pokazatelj.<sup>261</sup> Sharpe-ov indeks pokazuje iznos viška prosječnog prinosa fonda u odnosu na prosječni nerizični prinos (prinos državnih obveznica) po jedinici analiziranog rizika u analiziranom periodu, mjenog standardnom devijacijom prinosa. M2 mjera, kao i Sharpe-ov indeks, takođe koristi standardnu devijaciju za procjenu rizika fondova i pokazuje, koliki bi prosječni prinos posmatrani fond ostvario u analiziranom periodu, da je njegov rizik bio na nivou rizika tržišnog portfolia, odnosno indeksa. To znači, da su uspješniji fondovi čija mjera M2 je veća.

Treynor-ov racio ili indeks može se koristiti kao mjera uspješnosti portfolio menadžera. Polazi se od toga, da je portfolio menadžer uspješno upravljao fondom, ukoliko je njegova Treynor-ova mjera veća od Treynor-ove mjere tržišnog portfolia. Bolje investicione rezultate ostvario je onaj fond, čija je Treynor-ova mjera veća. Informacioni racio se dobija kao rezultat dijeljenja ex-post bete, tj. prosječnog aktivnog prinosa sa standardnom devijacijom aktivnog prinosa. Uspješniji su oni fondovi, čiji je informacioni racio veći.

Prinos na maksimalni pad (RoMAD) je, za razliku od standardne devijacije i beta koeficijenta, nekonvencijalno separatno mjerilo rizika, čija nekonvencijalnost proističe isključivo iz posmatranja lijeve strane (lijevo od "y" ose na grafičkom prikazu, gdje su minus vrijednosti) rasporeda prinosa prilikom mjerenja rizika fonda (gubitak).<sup>262</sup> Maksimalan pad predstavlja maksimalan gubitak tj. procentualni pad vrijednosti investicionih jedinica ostvaren u analiziranom periodu. Odnos između prosječnog prinosa fonda i ovako definisanog maksimalnog pada je RoMAD. Smatra se, da je portfolio menadžer uspješno upravljao fondom, ako je RoMAD tog fonda veći od RoMAD-a tržišnog indeksa, kao i da je uspješniji onaj fond čiji je RoMAD veći.

Kompozitna mjerila izražena su kao: (1) Sharp-ov indeks i BELEX 15, (2) M2 mjera i BELEX 15, (3) Treynor-ov indeks i BELEX 15, (4) ek-post alfa, (5) informacioni racio,

---

<sup>261</sup> Neki od ovih pokazatelja, kao mjerila rizika, su već obrađeni u ovom dijelu disertacije (tačka 2. ovog petog dijela), kao što su Sharpe-ov indeks, Treynor-ov indeks, Jensen-ov indeks, pa ćemo ih samo opisati u mjeri u kojoj je to neophodno. Druge mjere (kao što je M2 mjera, informacioni racio i RoMAD), će biti detaljnije obrađene.

<sup>262</sup> Smatra se, da je VaR sličan po karakteristikama maksimalnom padu kao separatnom mjerilu. VaR se definiše kao minimalni ili maksimalni očekivani gubitak fonda za unaprijed određeni vremenski period na željenom nivou pouzdanosti.

(6) RoMAD i BELEX 15. Na kraju su prikazani i indeksi fondova kao mjerila FONDEX. Kompozitna mjerila performansi posmatranih dobrovoljnih penzionih fondova prikazuje sljedeći pregled br. 2.

Fond	Neto imovina (eura)	Mjerilo br. 1: (a) Sharpov rac. (b) BELEKS15	Mjerilo br. 2: (a) M2 mjera (b) BELEX15	Mjerilo br. 3: (a) Treyn. mjera (b) BELEX15	Mjerilo br. 4: (a) Ex-Post alfa	Mjerilo br.5: (a) Infor. racio	Mjerilo br. 6: (a) RoMAD (b) BELEX15
Delta Generali Basic	30.001.071	(a) 0,12 (b) 0,20	(a) -0,0069 (b) -0,0173	(a) -0,0223 (b) -0,0249	(a) 0,0002	(a) 0,02	(a) 0,1188 (b) -0,0413
DDOR Garant	22.147.971	(a) -0,14 (b) -0,22	(a) -0,0106 (b) -0,0202	(a) -0,0414 (b) -0,0277	(a) -0,0008	(a) -0,05	(a) 0,1542 (b) -0,0481
Raiffeisen Future	13.405.413	(a) 0,06 (b) -0,22	(a) 0,0157 (b) -0,0202	(a) 0,0289 (b) -0,0277	(a) 0,0015	(a) 0,13	(a) 0,4031 (b) -0,0481
Dunav	49.452.137	(a) -0,21 (b) -0,32	(a) -0,0174 (b) -0,0306	(a) -0,0528 (b) -0,0381	(a) -0,0008	(a) -0,07	(a) 0,1266 (b) -0,0729
Societe Generale Ekvilibrio	773.174	(a) -0,26 (b) -0,16	(a) -0,0179 (b) -0,0074	(a) -0,0473 (b) -0,0166	(a) -0,0010	(a) -0,19	(a) 1,8957 (b) -0,0301
Societe Generale Štednja	986.897	(a) -0,16 (b) -0,16	(a) -0,0081 (b) -0,0074	(a) 0,0507 (b) -0,0166	(a) -0,0012	(a) -0,021	(a) 1,5152 (b) -0,0301
Delta Generali Index	1.539.261	(a) 0,01 (b) -0,37	(a) 0,0103 (b) -0,0201	(a) -0,0024 (b) -0,0219	(a) -0,0025	(a) -0,08	(a) 0,3058 (b) -0,1487
Triglav Penzija	677.895	(a) -0,24 (b) -0,34	(a) -0,0217 (b) -0,0336	(a) -0,2415 (b) -0,0414	(a) 0,0024	(a) -0,21	(a) 0,1782 (b) -0,0802
FONDEx:	-	(a) -0,08 (b) -0,20	(a) -0,0026 (b) -0,0173	(a) -0,0189 (b) -0,0249	(a) 0,0004	(a) 0,03	(a) 0,1658 (b) -0,0413
Uspješan menadžmnt	Broj fond. Učešće im.	6 98,52%	6 98,52%	4 38,60%	2 36,48%	2 36,48%	8 100,00%

Pregled br. 2: Kompozitna mjerila performansi penzionih fondova

Sva mjerila su posmatrana pojedinačno za svaki dobrovoljni penzioni fond i iskazane su sve veličine u procentima. Te veličine predstavljaju uspješnost ili neuspješnost rada portfolio menadžera fondova u posmatranom periodu rada fondova. Navedeni pokazatelji služe, da se penzioni fondovi rangiraju po uspješnosti i da se pomoću ovih mjerila cijeni uspješnost svakog portfolio menadžera i tako izvrši selekcija boljih rezultata u odnosu na lošije rezultate analiziranih fondova.

Broj fondova sa uspješnim portfolio menadžmentom i učešće imovine pojedinog fonda u neto imovini svih posmatranih fondova, daje osnovu za ocjenu uspješnosti portfolio



menadžmenta svakog navedenog fonda, što prikazuju podaci iskazani u sljedećem pregledu br. 3.

Rb.	Broj i naziv mjerila performansi fondova	Broj fondova sa uspješnim portfolio menadžmentom	Učešće njihove neto imovine u neto imovini svih fondova	Uspješan menadžment fondova
0	1	2	3	4
1.	Sharp-ov indeks	6	98,52 %	- 0,08
2.	M2 mera	6	98,52 %	- 0,0026
3.	Treynor-ov indeks	4	38,60 %	- 0,0189
4.	Ex-Post alfa	2	36,48 %	0,0004
5.	Informacioni racio	2	36,48 %	0,03
6.	RoMAD	8	100,00 %	0,1658

Pregled br. 3: Vrijednosti kompozitnih mjerila performansi fondova

Iz navedenih podataka o analizi performansi dobrovoljnih penzionih fondova mogu se izvesti sljedeće konstatacije:

- (1) u šest od ukupno osam dobrovoljnih penzionih fondova, ostvarena je veća vrijednost Sharp-ovog racija M2 mjere od tržišnog indeksa BELEX 15, što ukazuje da su portfolio menadžeri ovih fondova bili uspješni, a neto imovina ovih fondova činila je 98,52% neto imovine svih dobrovoljnih penzionih fondova,
- (2) svi fondovi su iskazali veći prinos na maksimalan pad (RoMAD) u odnosu na tržište, što ponovo ukazuje na uspješno upravljanje portfoliom ovih fondova,
- (3) veći iznos viška prinosa po jedinici sistemskog rizika od tržišta ostvarila su četiri fonda,
- (4) dok su pozitivne vrijednosti ex-post bete i informacionog racija vidljive kod dva fonda sa 36,48% neto imovine,
- (5) uspješnost portfolio menadžera potvrđuju i vrijednosti svakog od navedenih kompozitnih mjerila, koje su izražene indeksom FONDEX.

Ovo mjerenje je pokazalo, da su portfolio menadžeri dobrovoljnih penzionih fondova u posmatranom periodu u prosjeku uspješno obavili svoju poslovnu funkciju.

## 5. MODELI UPRAVLJANJA RIZIKOM OSIGURAVAJUĆIH KOMPANIJA

### 5.1. Poslovna izloženost korporativnim rizicima kompanija osiguranja

Osiguravajuće kompanije posluju kao i svi drugi privredni subjekti na principu privrednog računa. Pružanjem usluga osiguranja života i imovine pojedinaca kao fizičkih i firmi kao pravnih lica, zalažu se u konkurentskim uslovima da ostvare pozitivne poslovne rezultate. Za osiguravajuće kompanije je karakteristično da posluju u tržišnim uslovima rizika i da analiziraju rizike osiguranja. To znači, da svoje poslovne odluke donose na principima upravljanja rizicima osiguranja. Rizici podrazumijevaju eventualne nastanke negativnih efekata (gubitaka) na poslovni i finansijski rezultat kompanija za osiguranje.

Osiguravajuća društva u Bosni i Hercegovini u svom poslovanju kreiraju portfolie životnog i neživotnog osiguranja prodajom polisa osiguranja. Tako "prikupljeni" novac, kao privremeno "slobodna" novčana sredstva, nastoje da investiraju u razne oblike imovine i tako teže da formiraju svoje optimalne portfolie. Ulaganje "slobodnih" novčanih sredstava vrše u kupovinu finansijskih instrumenata na tržištu kapitala i u druge oblike imovine. Strukturu ulaganja sredstava osiguravajućih kompanija u Republici Srpskoj za pokriće tehničkih rezervi<sup>263</sup> neživotnog osiguranja, prikazuje sljedeći pregled br. 1.

Rb.	Struktura za ulaganje/ po godinama	2007. %	2008. %	2009. %	2010. %	2011. %	2012. %
1.	Prenosna premija	-	-	-	1,28	1,32	1,03
2.	Gotovina na računu	4,14	5,80	2,03	4,21	4,11	4,82
3.	Nekretnine	34,17	26,71	38,34	34,59	33,92	35,22
4.	Zajmovi	17,78	10,14	3,15	12,81	13,33	9,03
5.	Hartije od vrijednosti	13,07	15,68	3,15	12,81	11,76	10,11
6.	Udjeli u privredna društva	6,80	3,69	-	-	-	-
7.	Oročeni depoziti	24,05	37,98	51,60	43,45	34,22	39,25
8.	Udjeli u akcije IF	-	-	1,73	0,86	1,34	0,54

Pregled br. 1: Struktura ulaganja sredstava neživotnog osiguranja u procentima

<sup>263</sup> Tehničke rezerve se formiraju radi pokrića budućih obaveza iz osiguranja (po osnovu ugovora o osiguranju) i eventualnih gubitaka zbog rizika iz poslova osiguranja. Osiguravajuće društvo je obavezno da formira sljedeće rezerve: (1) rezervu za prenos premije, (2) rezervu štete, (3) rezerve za bonuse i popuste, (4) rezerve za kolebanje šteta, (5) matematičku rezervu, (6) rezervu za učešću u dobiti, (7) i druge tehničke rezerve. Posebno se mogu posmatrati navedene rezerve (od 1 do 7) i tehničke rezerve osiguravajućih društava životnog osiguranja (prenosne premije, rezerve za učešće u dobiti, matematička rezerva, rezerve za štete i druge tehničke rezerve).

Podaci o strukturi ulaganja osiguravajućih kompanija u Republici Srpskoj u posmatranom periodu tj. u zadnjih pet godina (2008-2012.godine), ukazuju na sljedeće tendencije:

- (1) prvo, da su osiguravajuća društva najviše sredstava ulagala u oročene depozite,
- (2) drugo, da su na drugom mjestu ulaganja u nekretnine, što je ukupno iznosilo od 65% do 90% ukupnih ulaganja.

Detaljnija kretanja strukture ulaganja osiguravajućih kompanija u Republici Srpskoj, mogu se vidjeti iz sljedećeg pregleda br. 2.

<b>Rb.</b>	<b>Struktura ulaganja</b>	<b>2007 = %</b>	<b>2012 = %</b>	<b>Indeks : 3:2</b>
<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>1.</b>	Gotovina na računu	4,14	4,82	116,4
<b>2.</b>	Nekretnine	34,17	35,22	103,1
<b>3.</b>	Zajmovi	17,78	9,03	50,8
<b>4.</b>	Hartije od vrijednosti	13,07	10,11	77,4
<b>5.</b>	Oročeni depoziti	34,05	39,25	115,3

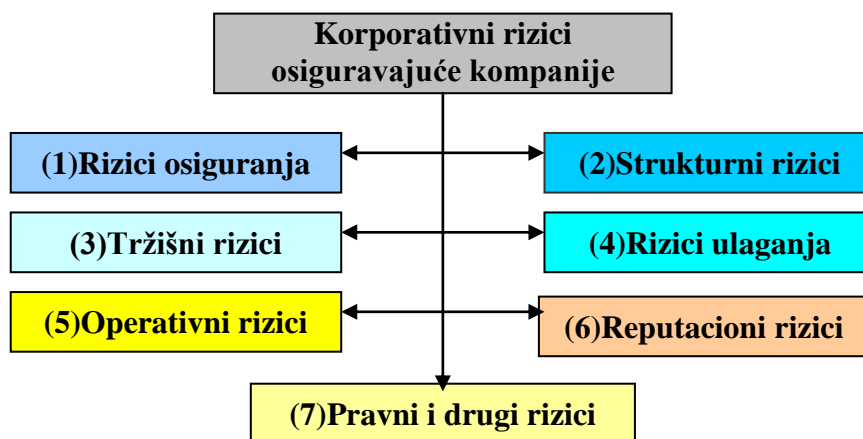
Pregled br. 2: Indeks kretanja ulaganja sredstava neživotnog osiguranja

Podaci ukazuju, da je tokom posmatranih šest godina došlo do promjene u strukturi ulaganja sredstava tehničkih osiguravajući kompanija i to:

- (1) došlo je do određenog povećanja kod pozicija gotovine na računu (indeks 116,4%), simboličnog ulaganja u nekretnine (indeks 103,1%) i određenog u oročene depozite (indeks 115,3%),
- (2) istovremeno je došlo i do vrlo značajnog smanjenja kod pozicija zajmova (indeks 50,8%) i značajnog kod pozicije hartija od vrijednosti (indeks 77,4%).

Ovakva kretanja promjena u strukturi ulaganja sredstava tehničkih rezervi osiguravajuća društva bila su motivisana sa dva cilja: prvo da se poveća sigurnost ulaganja i drugo, da se poveća likvidnost ovih sredstava. Naime, treba posebno istaći, da prilikom ulaganja sredstava tehničkih rezervi, osiguravajuća društva treba da vode računa o sljedećim elementima: (a) vrsti, načinu ulaganja i karakteristikama sredstava, koja služe u svrhu pokrića tehničkih rezervi, (b) vrednovanju tih sredstava, (c) ograničenju pojedinih ulaganja u određene oblike imovine (hartije od vrijednosti, depozite, nekretnine, zajmove, udjele i sl.).

Osiguravajuće kompanije su izložene sljedećim osnovnim vrstama rizika:<sup>264</sup> (1) rizicima osiguranja, (2) tržišnim rizicima, (3) operativnim rizicima, (4) rizicima ročne i strukturne neusklađenosti imovine i obaveza, (5) rizicima deponovanja i ulaganja sredstava kompanije, (6) reputacionom riziku, (7) pravnim i drugim rizicima, koji zavise od prirode, obima i složenosti poslovanja kompanije. Navedeni rizici mogu se šematski prikazati kao što je to na sljedećoj slici br. 1.



Slika br. 1: Bazični korporativni rizici osiguravajuće kompanije

(1) **Rizici osiguranja** se smatraju osnovnim rizicima, kojima su u manjoj ili većoj mjeri izložene sve osiguravajuće kompanije. Suština poslovanja osiguravajućih kompanija jeste bavljenje poslovima osiguranja drugih lica (pravnih i fizičkih), te na taj način, taj rizik preuzimaju na sebe. Rizik osiguranja proizilazi iz nemogućnosti osiguravajuće kompanije da apsorbuje preuzete rizike osiguranih djelatnosti i obuhvata:

- (a) rizik neadekvatno ugovorene premije (cijene) osiguranja,
- (b) rizik neadekvatne procjene rizika koji preuzima osiguravajuća kompanije,
- (c) rizik neadekvatnog određivanja nivoa preuzimanja (samopridržaja) rizika u obavljanju djelatnosti većih od iznosa samo pridržaja, odnosno neprenošenje većih iznosa rizika od samopridržaja u reosiguranje,
- (d) rizik od neusklađene, neprilagođene i ekonomski štetne tarifne politike kompanije u vezi sa disperzijom u vremenu i prostoru rizika koji se preuzima u osiguranju, odnosno određivanjem neadekvatne strukture premije osiguranja,
- (e) rizik neodgovarajućeg utvrđivanja opštih, posebnih, dopunskih ili pojedinačnih uslova osiguranja,

<sup>264</sup> Jovković dr Biljana: Sistem interne kontrole kao podrška osiguranju, 44. Simpozijum Saveza računovodstvenih radnika Srbije na temu: "Podrška upravljanju rizicima finansijskih institucija", Zlatibor, Srbija, 2013, str. 312-313.

- (f) rizik neadekvatnog obezbjeđivanja svih tehničkih rezervi kompanije,
- (g) ostale rizike osiguranja koji zavise od prirode, obima i složenosti poslovanja kompanije.

Navedenim podvrstama rizika osiguranja, najviše je izražen njihov dominantni uticaj na uspješnost njihovog poslovanja. Pri tome se osiguravajuće kompanije izlažu riziku neadekvatnog određivanja nivoa novopreuzetih rizika u portfoliju osiguranja određivanjem preniske premije osiguranja, njenom pogrešnom rasporedu na funkcionalni i režijski dodatak, itd.

(2) **Tržišni rizici** proizilaze iz očekivanih i neočekivanih nepovoljnih promjena na tržištu, a poseban uticaj imaju promjene na finansijskom tržištu i tržištu osiguranja. Ovi rizici obuhvataju: (a) rizik konkurentnosti, (b) rizik neadekvatnog prilagođavanja zahtjevima korisnika usluga osiguranja, (c) rizik promjene kamatnim stopama, (d) rizik promjene cijena hartija od vrijednosti, (e) rizik promjene cijena nepokretnosti i (f) devizni rizik.

(3) **Operativni rizici** potiču iz operativnog poslovanja kompanije kao privrednog subjekta. Operativni rizici nastaju na osnovu neadekvatnog ponašanja i propusta u radu zaposlenih i organa upravljanja kompanijom, zbog neodgovarajućih internih procedura i procesa, neadekvatnog upravljanja informacionim i drugim operativnim sistemima, kao i usljed nepredvidivih spoljnih događaja. Operativnim rizikom se smatra neadekvatna organizaciona struktura poslovanja i rizik pogrešnog i neadekvatnog izbora, rasporeda i postavljanja zaposlenih u kompaniji. Ovakvim propustima dodatno se "omogućava" rast rizika pogrešnog i ekonomski štetnog ugovaranja poslova, rizik prevara, zloupotreba i drugih nezakonitosti u poslovanju kompanije.

(4) **Rizici ročne i strukturne neusklađenosti imovine sa obavezama** ogledaju se u nesposobnosti kompanije da blagovremeno i u cjelini izmiruje svoje dospjele i buduće obaveze.<sup>265</sup> Ročna i strukturna neusklađenost je u sljedećem: rizik se preuzima odmah po zaključenju ugovora, naplata premije vrši se odjednom ili sukcesivno, a isplata eventualne štete u budućnosti. Ovaj rizik se pojavljuje kao: (a) rizik likvidnosti i solventnosti, (b) rizik neadekvatnog upravljanja imovinom i obavezama, (c) rizik pogrešne procjene, evidentiranja, prezentovanja i objelodanjivanja vrijednosti imovine i izvora sredstava kompanije, (d) prihoda, rashoda i rezultata poslovanja, (e) rizik ročne neusklađenosti

---

<sup>265</sup> Za djelatnost osiguranja je karakteristično da se rizik preuzima u momentu zaključivanjem ugovora o osiguranja, naplata premije vrši se odjednom ili sukcesivno u ratama, a isplata obaveza po osnovu štete nastaje u budućnosti i ne zna se precizno, kada će i da li će do štete doći.

sredstava i njihovih izvora, (f) rizik nemogućnosti izmirenja obaveza (po osnovu osiguranja i drugim osnovama).

(5) **Rizici deponovanja i ulaganja sredstava** osiguravajuće kompanije nastaje usljed plasiranja privremeno slobodnih novčanih sredstava prikupljenih po osnovu uplaćenih premija, a koja nisu trenutno neophodna za isplatu oštetnih zahtjeva, u kupovinu hartija od vrijednosti. Rizik od deponovanja i ulaganja sredstava osiguravajuće kompanije proizilazi iz nemogućnosti kompanije da u cjelini ili djelimično naplati potraživanja po različitim osnovama.<sup>266</sup> Ovaj rizik naplate potraživanja direktno smanjuje priliv gotovine i utiče na servisiranje obaveza, te ugrožava kontinuitet poslovanja osiguravajuće kompanije.

(6) **Reputacioni rizik** nastaje kao novi rizik, koji je direktna posljedica rizika deponovanja i ulaganja sredstava i odnosi se na umanjenje povjerenja javnosti u poslovanje osiguravajuće kompanije. Osiguravajuća kompanija koja ne izvršava svoje obaveze prema osiguranicima, gubi ugled “sigurne kuće“ i tako utiče na smanjivanje broja klijenata.

(7) **Pravni i drugi razni rizici** su posljedica “narušenih odnosa“ u osiguravajućoj kompaniji, koji proističu iz neusklađenog poslovanja i akata društva sa pozitivnim zakonskim propisima. Intenzitet reputacionog rizika pojačava se prisustvom pravnog rizika, sklapanjem ugovora koji se ne mogu u cjelini ili djelimično izvršiti, gubitak sudskih sporova i sl. Zato su osiguravajuće kompanije u obavezi da svojim aktima propišu, organizuju i primjene modele i procese upravljanja navedenim rizicima, kako bi se omogućilo njihovo identifikovanje, mjerenje i preventivno djelovanje.

## **5.2. Proces i faze upravljanja korporativnim rizicima u kompanijama osiguranja**

Za efikasno i efektivno upravljanje rizicima u osiguravajućem društvu, neophodna je primjena određenih procedura i postupaka, koje obuhvataju kvalitativan i kvantitativan način upravljanja rizikom. Poslovanje svakog osiguravajućeg društva zasniva se na prihvatanju određenog stepena i vrsta rizika. Rizik koji je društvo prihvatilo istovremeno stvara i obavezu da se do visine preuzetog rizika pokriva potencijalna obaveza po osnovu oštetnih zahtjeva.

---

<sup>266</sup> Kao što su: naplata deponovanih i uloženi sredstava osiguravajućeg društva, naplata ugovoreni i planiranih prinosa od deponovanja i ulaganja sredstava ili naplate zakupa.

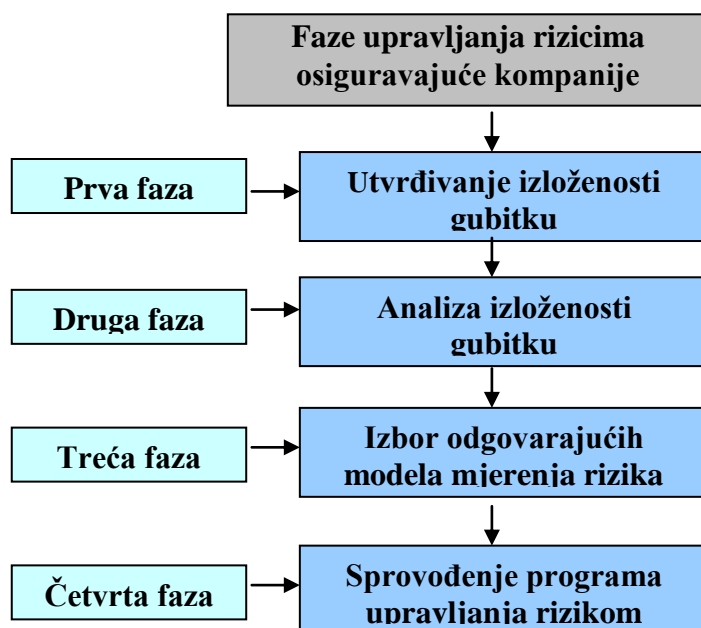
Pošto je rizik svojstven svakoj djelatnosti i utiče na određen način na pojedince, preduzeća i institucije, upravljanje rizikom je važnije za pojedince ili preduzeća, nego upravljanje osiguranjem. Postoje rizici koji se mogu osigurati, kao i oni rizici koji se ne mogu neutralizovati osiguranjem, te je za njih neophodno utvrditi način i proces upravljanja. Rizik, odnosno gubitak može nastati kao posljedica djelovanja neke prirodne sile, kao što su: požar, poplava, zemljotres. Prirodne pojave mogu izazvati razna oštećenja na građevinskim objektima, opremi, postrojenjima, što onesposobljava preduzeća za redovne poslovne aktivnosti.

Priprema pokrića nastalog gubitka može podrazumijevati plaćanje premije osiguranja, čime se preduzeće obezbjeđuje od posljedica nastanka štetnog događaja, a ekonomski gubitak se mjeri plaćenom premijom osiguranja. Faze upravljanja rizicima su:<sup>267</sup> (1) utvrđivanje izloženosti gubitku, (2) analiza izloženosti gubitku, (3) izbor odgovarajućih modela za određivanje izloženosti riziku, i (4) sprovođenje i praćenje programa upravljanja rizikom, ( isto se može vidjeti kao na slici br. 2).

**(1) Prva faza** upravljanja rizicima tj. utvrđivanje izloženosti gubitku osiguravajuće kompanije, predstavlja veoma značajan prvi korak u upravljanju rizicima. U ovoj fazi treba identifikovati moguće rizike, koji mogu prouzrokovati potencijalne gubitke po osigurano preduzeće. Imajući u vidu, da svako preduzeće kao osigurano raspolaže određenom imovinom, to će isto biti izloženo imovinskom riziku tj. oštećenju ili uništenju imovine. U cilju preventivnog djelovanja potrebno je praćenje tržišnih promjena, novih trendova u djelatnosti poslovanja preduzeća i faktora koji mogu uticati na izloženost novim rizicima, što ukazuje na potrebu dodatne analize izloženosti riziku.

---

<sup>267</sup> Dorfman S. Mark: Introduction to Risk Management and Insurance, Prentice-Hall, New Jersey, 2008, str. 46.



Slika br. 2: Faze upravljanja rizikom u osiguravajućoj kompaniji

(2) **Druga faza** procesa upravljanja rizikom odnosi se na analizu izloženosti preduzeća gubitku. Posebno je bitna potencijalna učestalost i veličina gubitka, koju generiše svaki uočeni rizik. To podrazumijeva rangiranje izloženosti pojedinim rizicima prema značaju koji pojedini rizici imaju za nastavak kontinuiteta poslovanja preduzeća i njegovu finansijsku stabilnost. Nema sumnje, da je lakše upravljati rizicima koji izazivaju gubitke u određenim pravilnim vremenskim razmacima i koji su predvidljive prirode, nego sa rizicima koji nastaju slučajno i izazivaju katastrofalne gubitke, pa čak ugrožavaju i samu egzistenciju preduzeća.

(3) **Treća faza** procesa upravljanja rizicima predstavlja najvažniju odluku tj. izbor modela upravljanja izloženim rizicima. Upravljanje izloženim rizicima podrazumijeva izbor tehnika upravljanja, čime se na jedan organizovan način smanjuje frekvencija i veličina rizika. Treba voditi računa i o neophodnim tehnikama finansiranja nastalog gubitka, kako bi preduzeće moglo normalno da nastavi kontinuitet poslovanja i izvršava svoje finansijske obaveze.

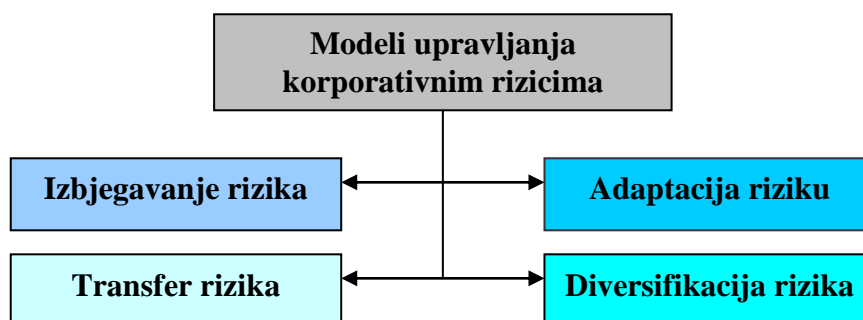
(4) **Četvrta faza** upravljanja rizikom odnosi se na sprovođenje i praćenje programa upravljanja rizikom. U ovoj fazi preduzeće nastoji da ograniči uticaj pojedinih rizika na ostvarivanje svojih poslovnih ciljeva. Istovremeno nastoj da se steknu saznanja preko kojih će unaprijediti pojedine modele upravljanja izloženosti rizicima, kako bi bili efikasniji i efektivniji u obavljanju poslovne aktivnosti preduzeća.



Osiguravajuća društva ili kompanije preuzimaju rizik putem naplate premije osiguranja od pojedinaca i preduzeća, vrše disperziju rizika u okviru mase i tako nastoje da ostvare pozitivni rezultat sopstvenog poslovanja. Da bi isto postala stvarnost u praksi, osiguravajuće kompanije jednostavno treba da upravljaju rizicima, kojima su i same izložene. Po prirodi svoje djelatnosti, osiguravajuća društva bave se osiguranjem drugih (pojedinaca i preduzeća) od rizika. Međutim, ne treba zaboraviti da su i sama osiguravajuća društva izložena raznim vrstama rizika i to: političkim, kreditnim, kamatnim, deviznim i sl. Pored toga, izložena su i nastanku štetnih događaja, kao i sva druga preduzeća (požari, poplave, zemljotresi), pa mogu da budu značajno ugrožena sa aspekta dugoročne stabilnosti i kontinuiteta poslovanja.

### 5.3. Modeli upravljanja korporativnim rizicima kompanija osiguranja

Upravljanje rizicima u osiguravajućim društvima ili kompanijama ima poseban značaj imajući u vidu samu djelatnost osiguravajućih kompanija. To se, prije svega, odnosi na složenost, dinamičnost i turbulentnost savremenog tržišnog poslovanja svih privrednih subjekata kao “kupaca“ polisa osiguranja. Osiguravajuće kompanije mogu se zaštititi od rizika koristeći neke od modela upravljanja rizikom. Modeli implementacije i upravljanja korporativnim rizikom u osiguravajućim kompanijama mogu da budu:<sup>268</sup> (a) izbjegavanje rizika, (b) adaptacija riziku, (c) transfer rizika, (d) divesifikacija rizika, što je predstavljeno sljedećom slikom br. 3.



Slika br. 3: Modeli upravljanja korporativnim rizicima u osiguranju

(a) **Model izbjegavanja rizika** u osiguravajućim kompanijama podrazumijeva izbjegavanje rizičnih situacija u obavljanju poslovanja osiguranja, kako bi se došlo u poziciju da se potpuno minimizira rizik. To se posebno može odnositi na osiguravajuće kompanije, koje posluju na više inostranih tržišta, na kojima već postoje visoki kreditni

<sup>268</sup> Rejda G.: Principles of Risk Management and Insurance, 11-th edition, Pearson, New York, 2010, str. 57.

rizici, ili je politička situacija takva da može da dođe do: (a) političkih kriza i time visokih političkih rizika, (b) potencijalnih sukoba manjih ili većih razmjera, (c) eventualnog nastanka rata i sl. U ovakvim i drugim sličnim situacijama, za osiguravajuću kompaniju je najbolje da izbjegnu potencijalna ulaganja svojih sredstava na dotične tržište i da time potpuno svedu svoju izloženost riziku na minimum ili na nulu.

(b) **Model prilagođavanja riziku** osiguravajuće kompanije često koriste kao jedan od načina upravljanja rizikom. Model se sastoji u naprijed “smišljenom“ načinu zaštite od eventualnih rizika. To se ogleda u sljedećih nekoliko “koraka“, koji se mogu koristiti od strane osiguravajućih kompanija u poslovanju, a odnose se na: (a) skraćivanje roka naplate potraživanja premije osiguranja, (b) odlaganje svojih obaveza po osnovu isplate odštetnih zahtjeva, (c) osiguravanje pokrića potraživanja po osnovu pozajmica u vidu zaloge, hipoteke ili garancije itd.

(c) **Model diversifikacije rizika** u osiguravajućim društvima koristi se radi zaštite od potencijalnih rizika. Suština ovog modela jeste disperzija rizika na međusobno različite poslove, odnosno poslovne situacije, kao što su:

- (1) različite vrste osiguranja,
- (2) osiguranje različitih vrsta rizika,
- (3) ulaganje sredstava fonda u različite efekte,
- (4) osnivanje filijala osiguravajuće kompanije u različitim zemljama.

Diversifikacija je posebno pogodan model upravljanja u društvima osiguranja kada su ona izložena znatnom stepenu političkog rizika. Ograničenje političkog rizika vrši se disperzijom poslovanja osiguranja u različitim zemljama, u kojima je ovaj rizik manji. Za osiguravajuće kompanije je posebno važan posao novčanih pozajmica, koje imaju znatan kreditni rizik koji može da ugrozi finansijsku stabilnost poslovanja osiguravajuće kompanije. Rizik postoji ukoliko se ne izvrši povrat novčanih pozajmica od strane klijenta usljed nekog nepredviđenog događaja. Zaštita od ovakvog rizika može se vršiti na više načina među kojima može da bude putem detaljne kreditne analize klijenta, ali i ograničavanjem visine pozajmica jednom klijentu.

Pored navedenih rizika, osiguravajuće kompanije se susreću i sa kamatnim rizikom, koji se ogleda u visini naplate planiranog iznosa prihoda po osnovu kamata na plasirana sredstva.

Zaštita od posljedica ovog rizika ostvaruje se: diversifikacijom ulaganja u efekte, ulaganjem u manje rizičan portfolio, zaštitom putem kupovine finansijskih derivata i sl.

(d) **Model transfera rizika** je jedan od veoma eksploatisanih načina ograničavanja rizika u osiguravajućim kompanijama. Ovaj model upravljanja rizikom podrazumijeva podjelu preuzetog rizika putem reosiguranja, tj. prenošenje dijela preuzetog rizika na drugo veće i finansijski sposobnije osiguravajuće društvo. Maksimalana veličina rizika koji osiguravajuće društvo može da zadrži u svom poslovanju, a da ne ugrozi svoju finansijsku stabilnost, određena je samopridržajem, što se vidi iz sljedeće jednačine:<sup>269</sup>

$$\text{Samopridržaj} = (\text{Kapital} \times \text{Spremnost za rizik} \times \text{Profit}) / \text{Izbalansiranost rizika}$$

Samopridržaj determiniše finansijski kapacitet osiguravajuće kompanije u vidu stvorenih rezervi i tehnički kapacitet izražen u veličini i strukturi portfolia osiguranja od rizika. Postoje brojne prednosti ovog modela transfera rizika, među kojima su značajne:

- (a) prenoseći dio rizika putem reosiguranja, osiguravajuća društva povećavaju svoje osiguravajuće kapacitete za nove poslove osiguranja,
- (b) prenoseći dio rizika na reosiguravača, osiguravajuće društvo stvara prostor za emitovanje novih polisa osiguranja,
- (c) prenoseći dio rizika putem reosiguranja na finansijski jačeg reosiguravača, osiguravajuće kompanije, osiguravajuća društva doprinose stabilnijem ostvarivanju sopstvenog poslovnog rezultata,
- (d) potpuna korisnost reosiguranja dolazi do izražaja sa nastankom štetnih rizičnih događaja, koji imaju katastrofalne posljedice (kao što su: prirodne nepogode, avionske i željezničke nesreće, eksplozije u industrijskim postrojenjima).

Pored navedenih prednosti, reosiguranjem se znatno olakšava položaj osiguravajuće kompanije koja je primarno preuzela rizik. U tom pravcu se često formiraju i konzorcijumi, koji vrše poslove reosiguranja, a pri tome se često prevazilaze nacionalne granice. Osim toga, reosiguravači mogu vršiti osiguranja kod finansijski jačeg osiguravajućeg društva i tako podjelom rizika i prihoda se još više zaštititi od posljedica katastrofalnih i razornih štetnih događaja.<sup>270</sup> Polazeći od navedenih mogućnosti, upravljanje rizicima u osiguravajućim kompanijama je izuzetno značajno područje, pošto nivo preuzetih i zadržanih obaveza podrazumijeva potencijalne buduće obaveze osiguravajućih kompanija.

<sup>269</sup> Lukić dr Radojko: Računovodstvo osiguravajućih kompanija, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006, str. 16.

<sup>270</sup> Ovi poslovi su poznati pod nazivom "retrocesija".

Ponekad se u tom pravcu pojavljuje u finansijskim izveštajima “friziranje“ finansijske stabilnosti i zarađivačke sposobnosti društava, kako bi prema finansijskim izveštajima, “bili bolji“ od konkurencije. U tom pravcu mogu pomoći i mjere sistema interne kontrole u osiguravajućim kompanijama. Prema izvršenom istraživanju na ovu temu<sup>271</sup> tj. da li mjere sistema interne kontrole utiču na upravljanje rizicima, dobijena skala od 1 do 5 odgovora ispitanika odnosila se na sljedeće: 1 – “u potpunosti se slažem“, 2 – “slažem se“, 3 – “ne mogu da se opredijelim“, 4 – “ne slažem se“ i 5 – “apsolutno se ne slažem“. Smatra se, da je ovakva gradacija odgovora omogućila analizu njihovog mišljenja o doprinosu sistema interne kontrole upravljanju pojedinim naprijed navedenim rizicima, kojima su izložena osiguravajuća društva.

Doprinos sistema interne kontrole upravljanju rizicima u osiguravajućem društvu prema rezultatima istraživanja, može se vidjeti iz podataka prikazanim u sljedećem pregledu br. 3:

Odg./ Rizici	Osiguranja (a)	Deponovanja (b)	Drugi (c)	Reputacije (d)	Pravni (e)	Tržišni (f)	R.strukture (g)	Operativni (h)
5	0,00%	12,00%	12,00%	4,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4	0,00%	4,00%	12,00%	0,00%	0,00%	12,00%	0,00%	0,00%
3	16,00%	24,00%	16,00%	32,00%	8,00%	16,00%	20,00%	8,00%
2	28,00%	12,00%	12,00%	12,00%	20,00%	16,00%	24,00%	24,00%
1	56,00%	48,00%	48,00%	52,00%	72,00%	56,00%	56,00%	68,00%

Pregled br. 3: Procenat datih odgovora na vrste rizika

Najveći procenat ispitanika, tj. 72% je apsolutno saglasno, da sistem interne kontrole doprinosi upravljanju pravnim rizicima, dok se njih 68% apsolutno slaže, da isti sistem doprinosi upravljanju operativnim rizicima kompanija osiguranja. Zatim sljede sa 56% tržišni rizici i rizici osiguranja, reputaioni rizik 52%. Najmanji procenat (48%) apsolutnog slaganja ispitanika je kod upravljanja rizikom deponovanja i ulaganja sredstava.

#### 5.4. Modeli upravljanja portfolio rizikom osiguravajućih kompanija

Iz analize korporativnih rizika u poslovima osiguranja, može se uočiti da je poslovanje osiguravajućih kompanija veoma rizičan posao. Shodno tome i portfolio hartija od

<sup>271</sup> Istraživanje je sprovedeno 2012.godine u Republici Srbiji u 25 od ukupno 28 osiguravajućih društava. Vidi detaljnije: Jovković dr Biljana: Sistem interne kontrole kao podrška osiguranju, 44. Simpozijum Saveza računovodstvenih radnika Srbije na temu: “Podrška upravljanju rizicima finansijskih institucija“, Zlatibor, Srbija, 2013, str. 319-320.

vrijednosti osiguravajućih kompanija je rizičan segment njihovog poslovanja.<sup>272</sup> Da bi smanjile ili minimizirale rizike, osiguravajuće kompanije koriste različite modele za smanjenje rizičnosti portfolia, među kojima su sljedeća dva najpoznatija i to:

- (1) model imunizacije portfolia i
- (2) model trajanja (“duration“) portfolia.

(1) **Model imunizacije portfolia** se zasniva na definiciji procesa, kojim se kreira portfolio sa fiksnim prinom tako, da određeni investicioni horizont ima siguran prinos neosjetljiv na promjene kamatnim stopama. Imunizacija portfolia podrazumijeva zaštitu portfolia dugoročnih obveznica od rizika reinvestiranja, tj. ulaganja u nove obveznice. Imunizacijom se stvara mogućnost minimiziranja rizika tako, da se kapitalni gubitak kompenzuje rastom prinosa od reinvestiranja u nove obveznice. Imunizacija portfolia se zasniva na trajanju portfolia. Prosječno trajanje portfolia obveznica odgovara prosječnom roku dospijeca dotičnih obveznica.<sup>273</sup>

U teoriji portfolia se smatra, da postoje tri osnovna uslova koja treba da se zadovolje, da bi se mogao primjeniti model imunizacije za smanjenje rizičnosti portfolia i to:

- (a) da je određen vremenski tj. investicioni horizont ulaganja,
- (b) da se u tom periodu postiže zagarantovani prinos,
- (c) da je portfolio konstruisan tako, da svaka promjena kamatnih stopa bude neutralisana međusobnim prebijanjima dobitaka i gubitaka.

Teorija i praksa ukazuju, da nije teško zadovoljiti prva dva navedena uslova, pošto svaka osiguravajuća kompanija to svojim planovima obezbjeđuje. Problem se svodi na pitanje zadovoljavanja trećeg uslova. Bitno je da se konstruiše takav portfolio u kojem će kombinacije hartija od vrijednosti imati trajanje koje će biti jednako investicionom horizontu ulaganja. Pomjeranje granica je moguće tokom vremena, a učestalost zavisi od trajanja portfolia i investicionog horizonta, kao i od kompromisa (“trade-off“) između promjena transakcionih troškova i koristi od takvih promjena.

---

<sup>272</sup> Subotić dr Slobodan, Mijatović mr Miroslav: Upravljanje portfoliom osiguravajućih kompanija, Finansije, računovodstvo, revizija – FINRAR, Savez računovođa i revizora Republike Srpske, Banja Luka, br. 8, 2011, str. 73-78.

<sup>273</sup> Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Finansijska tržišta i berze, Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Subotica, 2009, str. 133.

Imunizacija se realizuje formiranjem takvog portfolia koji će izbalansirati uticaj promjena kamatnim stopama na vrijednost imovine i obaveza. Imunizacija omogućava minimiziranje rizika reinvestiranja, tj. kompenzovanje kapitalnih gubitaka rastom prinosa od reinvestiranja. Ovaj efekat se postiže ulaganjem sredstava u obveznice čije trajanje odgovara rokovima dospjeća obaveza investitora. Imunizacija portfolia osiguravajuće kompanije se zasniva na konceptu trajanja portfolia tako, što se formira portfolio obveznica čije prosječno trajanje odgovara prosječnom roku trajanja obaveza osiguravajuće kompanije.

(2) **Model trajanja portfolia** (“duration“) se zasniva na prosječnom roku dospjeća hartija od vrijednosti, odnosno vremenu potrebnom da se u cjelini vrte investitoru uložena sredstva u određenu hartiju od vrijednosti. Cilj trajanja (“duration“) portfolia osiguravajuće kompanije jeste da otkloni nedostatke roka dospjeća kao jednog od faktora cijene obveznice. Najjednostavniji koncept mjerenja trajanja obveznica (“duration“) omogućava mjerenje rizika kamatne stope obveznica i pokazuje vrijeme potrebno da se u potpunosti isplati ulaganje u kupovinu date obveznice. To je, dakle, ponderisana prosječna vrijednost svih primitaka obveznice u njenom životnom ciklusu, od momenta izdavanja do momenta dospjeća. Ponderi svake sekvence plaćanja obveznice jesu njihova učešća u vrijednosti ukupnog ulaganja.<sup>274</sup>

Postoji varijanta, da se dospjeće kuponske obveznice računa kao ponderisana prosječna vrijednost dospjeća svih kupona i glavnice. Kao ponder se uzima sadašnja vrijednost svakog novčanog toka u odnosu na cijenu. Suština izračunavanja trajanja je u kvantifikaciji osjetljivosti cijene obveznice na promjenu kamatnih stopa. Ako se pretpostavi promjena kamatne stope uz poznato trajanje konkretne obveznice, moguće je izračunati u kolikom će procentu na promjenu cijene reagovati data obveznica.

Da bi se efikasno upravljalo procesom modela trajanja portfolia, neophodno je pridržavati se određenih pravila, kao što su:<sup>275</sup>

(a) trajanje bez kuponske obveznice treba da bude jednako njenom roku dospjeća,<sup>276</sup>

---

<sup>274</sup> Šoškić dr Dejan, Živković dr Boško: Finansijska tržišta i institucije, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006, str. 522.

<sup>275</sup> Izvor: Rizici investiranja u obveznice i osnovni koncepti upravljanja portfolirom obveznica, [www.ekof.ac.rs](http://www.ekof.ac.rs)

<sup>276</sup> Kod bezkuponskih obveznica nema periodičnih isplata kupona.

- (b) manji kupon uz isti rok i prinos do dospijeca znači veću osjetljivost na kamatni rizik i duže trajanje,
- (c) trajanje je duže za obveznice sa dužim rokom dospijeca uz ostale nepromjenjene faktore,
- (d) trajanje je veće kada su prinosi dospijeca manji uz ostale faktore na istom nivou.

Navedena pravila važe za izračunavanje trajanja pojedinačne obveznice kao hartije od vrijednosti. Pitanje trajanja portfolia hartija od vrijednosti podrazumijeva korišćenje ponderisanog prosjeka trajanja svih hartija od vrijednosti u portfoliu osiguravajuće kompanije. Pri tome se kao ponder koristi učešće ulaganja u neku obveznicu u odnosu na vrijednost ukupnog portfolia.

Osiguravajuće kompanije u visoko razvijenim tržišnim privredama (na primjer u SAD), svoja privremeno slobodna sredstva ulažu u hartije od vrijednosti i nekretnine. Strukturu njihovog portfolia čine pretežno municipalne, korporativne i državne obveznice. Manji dio portfolia ovih osiguravajućih kompanija čine akcije, nekretnine, zajmovi i komercijalni papiri. Za razliku od njih, osiguravajuća društva u Bosni i Hercegovini (Republici Srpskoj) su investicije u oročene depozite i nekretnine. Imajući u vidu da je portfolio osiguravajućih kompanija u određenom stepenu rizičan, one primjenjuju metode imunizacije i trajanja portfolia u cilju smanjenja rizičnosti.

## ZAKLJUČCI

Poslovanje institucionalnih investitora, a posebno investicionih fondova u visoko razvijenim tržišnim privredama, kao što su SAD, Velika Britanija, Njemačka i neke druge zemlje, ima dugu i bogatu tradiciju. Poslovanje ovih finansijskih institucija doprinjelo je bržem i svestranijem razvoju finansijskih tržišta širom svijeta. Posebno se to odnosi na razvoj tržišta kapitala, kako primarnog tako i sekundarnog. U doktorskoj disertaciji obrađeni su ključni aspekti poslovanja institucionalnih investitora sa posebnim akcentom na poslovanje investicionih fondova, penzionih fondova i fondova osiguranja.

Poslovanje investicionih fondova, penzionih fondova i kompanija osiguranja predstavlja značajan segment poslovanja na finansijskom tržištu svake zemlje. Raspadom bivše SFRJ i nastankom novih država na njenom prostoru, nastale su i potrebe da se u okvirima svake privrede, organizuju finansijska tržišta kao posebne cjeline. Posebna specifičnost ovog organizovanja vezana je za finansijsko tržište Bosne i Hercegovine, gdje su prisutna dva finansijska tržišta: finansijsko tržište Republike Srpske i finansijsko tržište Federacije Bosne i Hercegovine.

U doktorskoj disertaciji, pored sagledavanja rada finansijskih tržišta u razvijenim privredama, akcentat je stavljen na istraživanja u vezi poslovanja domaćih institucionalnih investitora: investicionih fondova, penzionih fondova i kompanija osiguranja na finansijskom tržištu Republike Srpske. Polazeći od rezultata istraživanja do kojih se došlo u doktorskoj disertaciji, uz korišćenje i drugih istraživanja koja se odnose na ovu problematiku, mogu se izvesti sljedeći zaključci:

1. Funkcionisanje finansijskog tržišta je od bitnog značaja za svaku nacionalnu privredu. Zato je bilo nužno, da se posebno obrade elementi i karakteristike funkcionisanja finansijskog tržišta polazeći od infrastrukturnih oblika funkcionisanja istih, dajući pri tome poseban naglasak na instrumente finansijskog tržišta. Naime, analiza funkcionisanja finansijskog tržišta, i pored različitih aspekata, uglavnom se svodi na analizu funkcionisanja dijelova finansijskog tržišta, kao što su: tržište novca, tržište kapitala (primarno i sekundarno), tržište deviza i derivata.



2. Detaljnija analiza instrumenata finansijskog tržišta ukazala je da svaki oblik ili dio finansijskog tržišta, ima svoje instrumente, kao na primjer: tržište novca (kratkoročne instrumente: mjenice, obveznice), tržište kapitala (dugoročne instrumente: akcije, obveznice), tržište deviza (kratkoročne i dugoročne instrumente), tržište derivata hartija od vrijednosti (fjučerse, opcije i svopove). Analizirana je suština njihove uloge, ali i specifičnosti koje svaki od ovih finansijskih instrumenata ima u funkcionisanju dijela finansijskog tržišta i njegove cjeline.
3. Posebna analiza posvećena je funkcionisanju derivata finansijskih instrumenata, naročito derivata hartija od vrijednosti, kao i egzotičnih derivata hartija od vrijednosti. Savremeno finansijsko tržište je opterećeno raznovrsnim rizicima, čije efekte kod trgovanja na tržištu učesnici treba da ublaže, dok rjeđe mogu da iste izbjegnu. Pogodni instrumenti za tu namjenu su derivati hartija od vrijednosti (forvardi, fjučersi, opcije, svopovi), kao i egzotični i hibridni derivati hartija od vrijednosti. Kada su u pitanju egzotični derivati, treba istaći da njihovo korišćenje zahtjeva širok međunarodni prostor i precizno poznavanje kretanja ponude i tražnje na svjetskom finansijskom tržištu.
4. Poslovanje fondova kao institucionalnih investitora zahtjevalo je detaljniju analizu svih organizacionih oblika institucionalnih investitora, kako bi se došlo do mogućnosti ocjene njihovog značaja na finansijskom tržištu. U prioritetu razmatranja našli su se investicioni fondovi (otvoreni i zatvoreni) i investicione kompanije, kao i penzioni i fondovi osiguravajućih kompanija. Iako su još nedovoljno razvijeni, ovi institucionalni investitori čine oslonac poslovanja finansijskog tržišta, a njihova djelatnost upotpunjuje "finansijski" prostor i daje sliku njihove prave uloge na finansijskom tržištu Republike Srpske.
5. Za uspješno funkcionisanje institucionalnih investitora važnu ulogu imaju politike i procedure investiranja u hartije od vrijednosti. U taj djelokrug spadaju i poslovi emitovanja hartija od vrijednosti, zatim kupovina i prodaja hartija od vrijednosti od drugih emitenata, što čini osnovu poslovanja institucionalnih investitora na sekundarnom tržištu kapitala. Posebno značajan aspekt u procesu kupovine i prodaje hartija od vrijednosti, odnosi se na proces formiranja cijena svih finansijskih instrumenata, posebno obveznica i akcija kao dugovnih i vlasničkih hartija od vrijednosti.

6. Važan segment poslovanja investicionih i penzionih fondova i fondova osiguranja odnosi se na poznavanje faktora formiranja tržišnih cijena i vrijednosti finansijskih instrumenata, kao i prinosa finansijskih instrumenata. U okviru prinosa finansijskih instrumenata treba razlikovati nekoliko vrsta prinosa, kao što su: fiksni prinosi, varijabilni prinosi i diskontni prinosi. Usko sa vrstama hartija od vrijednosti i njihovim prinosima povezani su i mnogobrojni rizici, koji su nezaobilazni faktor poslovanja sa hartijama od vrijednosti u investicionim i drugim fondovima, bilo da je riječ o rizicima za pojedine hartije od vrijednosti ili o rizicima portfolia hartija od vrijednosti.
7. Strategije i politike prinosa i rizika predstavljaju osnovu poslovanja institucionalnih investitora, a posebno investicionih fondova. Imajući u vidu raznovrsnost investicionih fondova, postoje i različiti ciljevi koje investicioni fondovi treba da ostvare. Za ostvarivanje različitih ciljeva, neophodne su i različite poslovne strategije i politike. Za ostvarenje visokih prinosa neophodno je preuzimanje i visokih nivoa rizika, što znači, da sigurnije ulaganje podrazumijeva ostvarivanje nižih prinosa.
8. Strategiju izbora investicionog fonda ili fondova za ulaganje u hartije od vrijednosti, vrši po sopstvenom kriterijumu svaki investitor, bio on institucionalni ili individualni investitor. Kriterijumi mogu da budu objektivni, što je više karakteristika institucionalnih investitora, ili subjektivni, koji se više odnose na individualne investitore. Smatra se, da su za ulagača finansijskih sredstava važne određene dimenzije manevarskog prostora, koje zavisno od tri elementa: (a) raspoloživosti sredstava, (b) sigurnosti ulaganja sredstava, i (c) mogućnostima ostvarenja zarade (dobiti). Isto tako je važna njihova sklonost za preuzimanje rizika (oprezan, pragmatičan, naklonjen riziku).
9. Koji će investicioni fond biti izabran od ulagača zavisi od strategije izbora njegove početne pozicije, koju određuju struktura i kvalitet investicionog fonda. Struktura investicionog fonda (vrsta i zastupljenost hartija od vrijednosti u portfoliu fonda) obično se vidi iz prospekta investicionog fonda i predstavlja profil rizika fonda. Kvalitet investicionog fonda se mjeri ostvarenim performansama fonda u određenom periodu, a rizik se iskazuje preko volatilnosti, tj. rizika fonda.

10. Strategija izbora fondova odnosi se i na odnos visine rizika i visine mogućih neto prinosa hartija od vrijednosti dotičnog fonda. To se naziva odnosom šansi prema riziku ili profil rizika. Odnos rizika i šansi za dobar neto prinos od hartija od vrijednosti, može se mjeriti jedino u homogenim grupama investicionih fondova. Rezultat se izražava i prikazuje u tzv. indeksima ili koeficijentima. Najpoznatiji indeksi su: (a) standardna devijacija (ili odstupanje), (b) beta koeficijent, (c) Sharpe-ov indeks ili racio. Primjenjuje se u finansijskoj praksi i kvantitativno (istorijski podaci) i kvalitativno vrednovanje investicionih fondova (rejting fondova).
11. Pored navedenih strategija izbora investicionih fondova od strane ulagača, za uspješno poslovanje, tj. za smanjenje rizika su veoma značajne portfolio strategije: (a) strategije dospjeća hartija od vrijednosti i, (b) strategije primjena derivata hartija od vrijednosti. Portfolio strategije dospjeća hartija od vrijednosti (merdevina, dospjeće kredita, kretanja kamatnih stopa), omogućavaju portfolio menadžeru investicionog fonda, da diversifikuje rizik portfolia preko različitih dospjeća hartija od vrijednosti i da ostvari veći prihod i likvidnost fonda. Portfolio strategije primjene derivate hartija od vrijednosti (forvardi, fjučersi, opcije, svopovi), omogućavaju portfolio menadžeru fonda da se zaštiti od budućih rizika.
12. Strategije poslovanja penzionih fondova zavise od modela finansiranja penzionih sistema. U uslovima finansiranja kakav postoji kod nas i u svim bivšim Republikama SFRJ, gotovo je nemoguće polaziti od bilo kakve strategije upravljanja rizicima. Strategije su jedino primjenjive u poslovanju dobrovoljnih penzionih fondova, u kojima postoje uslovi za upravljanje rizicima tih fondova na finansijskom tržištu. Naime, riječ je o strategijama upravljanja portfolio rizicima dobrovoljnih penzionih fondova od kojih su dvije ključne strategije: (a) strategija diversifikacije portfolio rizika i, (b) strategija imunizacije portfolio rizika.

13. Strategije upravljanja rizicima fondova kompanija osiguranja sprovode se kao: (a) korporativne strategije i, (b) portfolio strategije. Primjena korporativnih strategija podrazumijeva strategije upravljanje rizicima osiguranja na nivou kompanija, dok portfolio strategije upravljanja rizicima podrazumijevaju upravljanje rizikom ulaganja privremeno "slobodnih" novčanih sredstava od prodaje polisa osiguranja života i imovine u hartije od vrijednosti i druge vidove ulaganja. Strategije kojima se smanjuje rizik kod upravljanja portfoliom poznate su kao: (a) strategija imunizacija portfolia reinvestiranjem i, (b) strategija imunizacija putem trajanja portfolia.
14. Investicioni portfolio predstavlja ključni element za projektovanje optimalne strukture vrsta i obima hartija od vrijednosti, koje daju maksimalni prinos uz preuzeti nivo rizika. Istraživanja su pokazala, da je neophodno imati informacionu osnovu za donošenje odluka o eventualnoj korekciji određenih poslovnih poteza u okviru "mjenjanja" odnosa strukture finansijskih instrumenata unutar portfolia. Da bi se operativno pristupilo ovom poslu, neophodno je imati pokazatelje, kojima se utvrđuju određene ostvarene veličine doprinosa pojedinih hartija od vrijednosti ukupnom prinosu portfolia uključujući i preuzeti nivo rizika.
15. U praksi poslovanja institucionalnih investitora, primjenjuju se modeli ocjene boniteta emitenata za izbor kvalitetnih hartija od vrijednosti. Ocjena boniteta podrazumijeva procjenu ili ocjenu kvaliteta poslovanja emitenata hartija od vrijednosti, sa kojim institucionalni investitor, kao investicioni, penzioni ili osiguravajući fond, posluje, bilo da hoće da ih kupi, proda ili zadrži dalje u svom portfoliu. Pri tome se koriste i modeli rejtinga, što omogućava njihovo rangiranje od onih bez rizika ili sa malo rizika, pa do onih koji su visoko rizični (poslovanje sa gubitkom). Da bi se to na vrijeme "otkrilo", primjenjuje se složena analiza potencijala investicionog tržišta.

16. Ostvarene performanse portfolia investicionih fondova često odstupaju od planiranih, pa ih je potrebno mjeriti i po potrebi korigovati. Teorija nas upućuje, da postoje modeli mjerenja performansi investicionih fondova, među kojima su najpoznatiji tzv. CAPM modeli ("capital asset pricing models") modeli vrednovanja cijene kapitala, ali poznati i kao CAPM indeksi (Sharp-ov, Traynor-ov i Jensen-ov index), te model arbitražnog vrednovanja portfolia investicionih fondova. Njihovo korišćenje predstavlja okosnicu strategijskog upravljanja portfolio rizicima investicionih fondova.
17. U analizi poslovanja i vrednovanja investicionih fondova, posebno zatvornih investicionih fondova, u Republici Srpskoj, praksa pokazuje, da su kretanje tržišne kapitalizacije i indeksa Banjalučke berze, pokazatelji koji ukazuju na tendenciju razvoja poslovanja zatvorenih investicionih fondova (ZIF-ova). Zajedno sa analizom performansi ZIF-ova, evidentan je tendencija pada ostvarene tržišne kapitalizacije, indeksa Banjalučke berze (BIRS-a i FIRS-a) i njihovih performansi. Uzroci pada berzanskog indeksa i indeksa investicionih fondova, te pada performansi su prvenstveno u spoljnim faktorima uticaja (svjetska finansijska kriza od 2007. godine), ali i brojne navedene unutrašnje slabosti.
18. Istraživanja iz ove oblasti, koja su korišćena u ovoj disertaciji ukazuju, da je moguće vršiti primjenu portfolio teorije na tržištima kapitala u Republici Srpskoj, odnosno i šire, na tržištima kapitala Srednje i Jugoistočne Evrope. Istraživanje je vršeno uključujući četiri indeksa: BIRS-a (Banjaluča berza), CROBEX-a (Zagrebačka berza), BELEXline-a (Beogradska berza, i BUX-a (Budimpeštanska berza). Na osnovu analize ovih indeksa formiran je očekivani prinos, pa je preko njihove tržišne kapitalizacije i pondera dobijena struktura i matrica korelacije navedenih indeksa. Uz izračunatu standardnu devijaciju prinosa (6,51%) i primjenu Sharp-ovog indeksa (0,89%) o povećanju prinosa uz dati rizik, ukazuju na mogućnost upravljanja prinosom rizičnog optimalnog portfolia.

19. Dalja istraživanja u ovoj oblasti ukazuju, da je moguće vršiti optimizaciju rizičnog portfolia finansijskih instrumenata institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Republike Srpske. To znači, da je moguće upravljati rizičnim portfoliom, tj. da je moguće kontinuirano vršiti optimizaciju rizičnog portfolia investicionih fondova uz primjenu postulata portfolio teorije. Naime, polazeći od teorijske osnove, izvršena je selekcija deset emitenata akcija za optimizaciju rizičnog portfolia, koje su u sastavu BIRS-a, što je dovelo do ostanka njih deset na efikasnoj granici definisanoj na osnovu postupka optimizacije portfolia. Na osnovu izračunatih performansi, moglo se izvršiti njihovo poređenje i izračunati veći ostvareni prinos rizičnog portfolia (uz preuzeti rizik) u odnosu na ekvivalentni pasivni portfolio.
20. Primjena modela upravljanja rizikom prinosa i performansama penzionih fondova moguća je samo u dobrovoljnim penzionim fondovima u našim uslovima. Iako su ovi fondovi na našim tržištima veoma mladi, istraživanja pokazuju, da je moguće vršiti ocjenu portfolio menadžera u upravljanju rizikom prinosa i performansama dobrovoljnih penzionih fondova primjenom parcijalnih mjerila (standardna devijacija, beta koeficijent, maksimalan pad, i VaR), te kompozitnih mjerila (Sharp-ov ratio ili indeks, M2 mjera rizika, Treynor-ov indeks, informacioni ratio i RoMAD pokazatelj).
21. U okviru upravljanja rizikom osiguravajućih kompanija, primjenju se korporativni modeli (izbegavanje rizika, adaptacija riziku, transfer rizika, divesifikacija rizika) i portfolio modeli (modeli imunizacije i model trajanja – “duration“). Primjena korporativnih modela podrazumijeva primjenu korporativne strategije, među kojima najveći značaj ima transfer rizika i diversifikacija rizika. Primjena portfolio modela imunizacije podrazumijeva, da se kapitalni gubitak kompenzuje rastom prinosa od reinvestiranja, a primjena “duration“ na prosječnom trajanju portfolia obveznica, koje odgovara prosječnom roku dospjeća tih obveznica.

# LITERATURA

## a) Udžbenici i knjige

1. Alan C. Shapiro: Capital Budgeting and Investment Analysis, Prentice-Hall, New Jersey, 2004.
2. Albaneze mr Željko: Promet akcija emitovanih u postupku svojinske transformacije, Savremena praksa, Beograd, 2002.
3. Andersen Arthur and Co: New Dimension in Banking: Managing the strategic Position, Bank Administration Institute, Chicago, 1983.
4. Anthony R. And Govindarajan V.: Management Control Systems, McGrawe-Hill, international edition, New York, 2007.
5. Antić Rakonjac dr Tatjana: Dobrovoljno penzijsko osiguranje-aktuarska i finansijska analiza, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004.
6. Anufrijević dr Ana: Institucionalni investitori – lideri na finansijskoj sceni, Institut za evropske studije, Beograd, 2008.
7. Anufrijević dr Ana: Modeli konkurentnosti penzionih fondova u Srbiji, Zadužbina Andrejević, Beograd, 2007.
8. Ben Baldwin: The New Life Insurance Wealth: Achieving Financial Security for You and Your Family Through Today's Insurance Products, 2-nd edition, McGrawe-Hill, New York, 2010.
9. Bessis Joel: Risk Management in Banking, John Wiley & Sons, Baffins Lane, Chichester, England, 1988.
10. Bodie Zvi, Kane Alex, Markus Alan J.: Investments, fourth edition, New York, McGrawe-Hill, 1999.
11. Bodie Zvi, Kane Alex, Markus Alan J.: Investments, third edition, Boston, McGrawe-Hill, 1996.
12. Bodie Zvi, Kane Alex, Markus Alan J.: Osnovi investicija, prevod, Data Status, Beograd, 2009.
13. Bouzouba Mohamed and Osseiran Adel: Exotic Options and Hybrids – A Guide to Structuring , Pricing and Trading, Wiley & Sons, The Atrium, West Sussex, United Kingdom, 2010.
14. Brealey Richard: Principles of Corporate Finance, McGrawe-Hill, New York, 10-th edition, 2020.

15. Brigham E., Gapenski L. & Erhardt M.: Financial Management – Theory and Practice, Dryden Press, New York, 1999.
16. Brigham F. Eugene and Michail C. Ehrardt: Financial Management: Theory and Practice, South-Western Pub., New York, 2010.
17. Brigham F. Eugene, Brigham Eugene F., Houston F. Jopel: Fundamentals of Financial Management With Infrac, South-Western, New York, 2003.
18. Briys Eric, Bellalah Mondher and Mai Huu Minh, Varenne de Francois: Options, Futures and Exotic Derivates - Theory, Application and Practice, John Wiley & Sons, New York, 1998.
19. Briys Eric: Options, Futures and Exotic Derivates (Frontiers in Finance Series), Theory, Applications and Practice, Wiley Finance, 1998.
20. Channon Derek, Global banking Strategy, John Willey, 1988.
21. Charles Moyer, James R. McGrigor and William J. Kretlow: Contemporary Financial Management, 5-th edition, West Publishing Company, St. Paul MN, 1992.
22. Chiang Tan Chia: Demystifying exotic products: Interest Rates, Equities and Foreign Exchange, John Wiley & Sons, The Atrium, West Sussex, United Kingdom, 2010.
23. Connor Gregory: Portfolio Risk Analysis, Princeton University Press, 2010.
24. Corado Charles J., Jordan Bradford D.: Fundamentals of Investments, Valuation and Management, McGraw-Hill, New York, 2004.
25. Crouhy Michael and Galai Dan, Robert Mark: Risk Mangement, McGraw-Hill, 2000,
26. Cummins D., Georges D. Gagne R. And Noura H.: Efficiency of Insurance Firms with Endogenous Risk Management and Financial Intermediation Activities, Journal of Productivity Analysis, oct. 2009, Issues 2.
27. Ćirović dr Milutin: Bankarski menadžment, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000.
28. Ćirović dr Milutin: Finansijska tržišta, Naučno društvo Srbija, Beograd, 2007.
29. Ćurčić dr Uroš: Bankarski portfolio menadžment – Strategijsko upravljanje bankom, bilansima, kvalitetom, bonitetom i portfolio rizicima banke, drugo prošireno i prerađeno izdanje, Feljton Novi Sad, 2002.
30. Ćurčić dr Uroš: Finansijsko tržište, Viša poslovna škola, Beograd, 2002.
31. Ćurčić dr Uroš: Strategijsko planiranje u bankarstvu (Oblikovanje uspješne profitne strategije banke), Feljton, Novi Sad, 1999.
32. Damodaran Aswath: Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, 2-nd edition, Wiley & Sons (Finance), New York, 2008.
33. Damodaran Aswath: Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, Wiley Finance, 2-nd edition, 2006.



34. David Stowell: Investment Banks Hedge Funds and Private Equity, 2-nd edition, Academic Press, Elsevier, New York, 2013.
35. DeMarzo Berk Jonathan and Peter: Corporate Finance, 2-nd edition, Prentice-Hall, New Jersey, 2010.
36. Demodaran Aswath: Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, second edition, John Wiley & Sons, New York, 2002.
37. Dermine Jean: Bank Valuation & Value – Based Management: Deposit and Loan Pricing, Performance Evaluation, and Risk Management, McGraw-Hill Companies, New York, 2009.
38. Dorfman S. Mark: Introduction to Risk Management and Insurance, Prentice Hall, New Jersey, 2008.
39. Dougall H.E. Gaummitz J.E.: Capital Markets and Institution, Prentice Hall International, Englewood Cliffs, New Jersey, 1990.
40. Douglas R. Emmerly, John D. Finnerty, John D. Stowe: Corporate Financial Management, third edition, Prentice-Hall, New Jersey, 2006.
41. Durbin Michael: All About Derivatives, McGraw-Hill, 2-nd edition, 2010.
42. Đukić dr Đorđe i Zečević dr Pava: Utvrđivanje cijena hartija od vrijednosti i zaštita investitora, Beograd, 1999.
43. Eling Martin: Investicioni radovi – Inteligentno i racionalano investiranje, prevod, Akademska knjiga, Beograd, 2013.
44. Erich Helfert: Financial Analysis Tools and Techniques: A Guide for Managers, McGraw-Hill, New York, 2001.
45. Erić dr Dejan: Finansijska tržišta i institucije, Cigoja štampa, Beograd, 2003.
46. Fabozzi Frank and Drake Peterson Pamela: Finance: Capital Markets, Financial Management and Investment Management, Wiley Finance, New York, 2009.
47. Fabozzi Frank, Peterson P. Pamela: Financial Management and Analysis, Wiley & Sons, New York, 2003.
48. Fabozzi J. Frank, Modigliani Franco and Jones J. Frank: Foundations of Financial Market and Institutions, 4-th edition, Prentice-Hall, New Jersey, 2009.
49. Fabozzi J. Frank, Modigliani P. Franco and Jones J. Frank: Foundation of Financial Markets and Institutions, 4-th edition, 2009.
50. Fabozzi J. Frank and Modigliani P. Franco.: Capital Markets, Investments and Investments, 3-rd edition, Prentice-Hall, New Jersey, 2003.
51. Faley J. Bernard: Capital Markets, MacMillan education Ltd, London, UK, 2001.

52. Frederic S. Mishkin and Stanley Eakins: Financial Market and Institutions, 7-th edition, Prentice-Hall, New Jersey, 2011.
53. Frederic S. Mishkin: Economics of Money and Financial Markets, 10-th edition, Prentice-Hall, New Jersey, 2012.
54. Glenn Hubbard and Anthony Patrick O'Brien: Money, Banking and the Financial System, Prentice-Hall, New Jersey, 2011.
55. Grapenski C. Louis: Financial Management: Theory and Practice, Harcourt College Pub., New York, 1999.
56. Haight G. Timothy, Stephen Glenn, Ross O. Morell: How to Select Investment Managers and Evaluate Performance: A Guide for Pension Funds, Endowments, Foundations and Trusts, Wiley Finance, 2007.
57. Higgins C. Robert: Analysis for Financial Management, McGraw-Hill, New York, 10-th revised edition, New York, 2011.
58. Horne C. Van James and Wachowicz M. John, Jr.: Osnove finansijskog menadžmenta, deseto izdanje, prevod Mate Zagreb, 2002.
59. Horne C. Van James: Financial Management and Policy, Prentice Hall, Inc. New York, 1996.
60. Hull C. John: Options, Futures and Other Derivates – Solution Manuel, 7-th edition, Prentice Hall, 2008.
61. Investment Company Institute – A Guide to Understand Mutual Funds, 2006.
62. Ivanović dr Periša: Upravljanje rizicima u bankama, Beogradska bankarska akademija, Beograd, 2009.
63. Jensen C. Michael: The Performance of Mutual Fund, Journal of Finance, May, 1968.
64. John Hull: Options, Futures and Other Derivative Securities, Prentice Hall International, Eaglewood, New Jersey, 1984.
65. Joshua Rosenbaum, Joshua Pearl, Joshua Harris and Joseph R. Perella: Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, New York, 2013.
66. Jovanović Gavrilović dr Predrag: Međunarodno poslovno finansiranje, Ekonomski fakultet, Beograd, 1990.
67. Julie Jason: Managing Retirement Wealth: Guide to Personal Portfolio Management in Good Times and Bad, Sterling Publishing, New York, 2011.
68. Kaličanin dr Slavomir: Modeli za ocjenu performansi portfolia investicionih fondova, Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje, Beograd, februar, 2011.

69. Kaplan R. And Norton D.: The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action, Harvard Business School Press, Boston, 1996.
70. Kapor dr Predrag: Investicioni fondovi i investiranje u hartije od vrijednosti, Poslovni biro, Beograd, 2007.
71. Kim D.H. Butler: Live Your Life Insurance: An Age-Old Approach Revitalized, 2-nd edition, Create Space Independent Publishing Platform, Mt.Enterprise, Texas, 2009.
72. Komazec dr Slobodan, Kovačević dr Radovan, Erić dr Dejan, Ristić dr Žarko: Finansijska tržišta i berze, Beograd, 1998.
73. Kovačević dr Ljubomir, Vunjak dr Nenad: Upravljanje finansijama preduzeća, Saobraćajni fakultet, Doboj, 2009.
74. Kovačević dr Ljubomir: Berzansko poslovanje, Značenja, Doboj, 2000.
75. Kožul dr Nataša: Uloga egzotičnih instrumenata na tržištu finansijskih derivata, časopis Ministarstva finansija Republike Srbije FINANSIJE br. 1-6, Beograd, 2010.
76. Krasulja dr Dragan, Ivanišević dr Milorad: Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999.
77. Krstić dr Borko: Bankarski menadžment, Ekonomski fakultet Niš, 2004.
78. Laurence Ball: Money Banking and Financial Markets, Worth Pblishers, 2-nd edition, New York, 2012.
79. Le-Roy and Van Hoose David: Modern money and banking, 3-th edition, Copyreight, 1993, Mate, Zagreb, 2001.
80. Liaw K.T.: The Business of Investment Banking – A Comprehensive Overview, 2-nd edition, Wiley&Sons, New Jersey, 2006.
81. Louis S. Shuntich: The Life Insurance Handbook, Marketplace Books, New York, 2003.
82. Lowrence J. Gitman: Principles of Managerial Finance, 13-th edition, Prentice-Hall, New Jersy, 2011.
83. Lukić Radojko: Računovodstvo osiguravajućih kompanija, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006.
84. Marinković dr Srđan: Mikrostruktura finansijskog tržišta, Ekonomski fakultet Niš, 2007.
85. Mastilo dr Zoran: Penzijsko i zdravstveno osiguranje, Fakultet spoljne trgovine, Bijeljina, 2007.
86. Mayo B.H.: Basics Finance – An Introduction of Financial Institutionsm Investments and Management, 9-th edition, Thomson South-Westwrn, Mason, OH, 2006.

87. Meir Kohn: Financial Institutions and Markets, 2-nd edition, Oxford University Press, New York, 2003.
88. Mikerević dr Dragan: Finansijski menadžment, Ekonomski fakultet, SRR Republike Srpske, Finrar, Banjaluka, 2001.
89. Milojević dr Miroslav: Finansijska tržišta hartija od vrijednosti u knjizi: Poslovanje novčanim hartijama od vrijednosti, grupa autora, Institut za ekonomiju i finansije, Beograd, 1996.
90. Mishkin S. Frederic: Finansijska tržišta i institucije, Mate, Zagreb, 2005.
91. Mobius Mark: Mutual funds-an introduction to the core concepts, John Wiley & Sons, 2007.
92. Piore James: The Future of Banking, New Haven, Yale University, press, 1991.
93. Popović dr Saša: Investicije u hartije od vrijednosti, Ekonomski fakultet Podgorica, 2006.
94. Rachev T. Svetlozar, Stoyanov V. Stoyan, Fabozzi J. Frank.: Advanced Stochastic Models, Risk Assessment and Portfolio Optimization: The Ideal Risk, Uncertainty and Performance Measures, Wiley Finance, 2008.
95. Radmilović dr Stanko: Finansijska tržišta, Financing centar, Novi Sad, 1994.
96. Radović dr Rajko: Berzansko i akcionarsko poslovanje, Direkcija za privatizaciju i razvoj Republike Srpske, Bijeljina, 1996.
97. Reilly Frank, Brown C. Kelith: Investment Analysis and Portfolio Management, South-Western Publ., New York, 2000.
98. Rejda E. George: Principles of Risk Management and Insurance, 11-th edition, Pearson, New York, 2010.
99. Ristić dr Života: Tržište kapitala (teorija i praksa), Privredni pregled, Beograd, 1990.
100. Rodić dr Jovan: Poslovne finansije, Ekonomika, Beograd, 1991.
101. Rose S. Peter and Hadgins C. Sylvia: Bank Management and Financial Services, McGraw-Hill, 8-th edition, 2006, h.cover 768 strana, ISBN-10: 0077303555.
102. Rose S. Peter i Hudgins Sylvia: Bankarski menadžment i finansijske usluge, Data Status, Beograd, 2005.
103. Rosenbaum Joshua, Pearl Joshua, Perella R. Joseph: Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers and Acquisitions, Wiley Finance, 2009.
104. Ross A. Stephen, Westerfield Randolph W., Jaffe Jeffrey: Corporate Finance, ninth edition, McGraw-Hill/Irwin Series in Finance, Insurance and Real Estate, New York, 2009.

- 105.Saunders Anthony: Financial Institutions Management: A Risk Management Approach, McGraw-Hill, 7-th edition, New York, 2010.
- 106.Siegel F. Diane: The Futures Markets, McGraw Hill, London, 1990.
- 107.Sinkey F. Joseph: Commercial Bank Financial Management, Prentice Hall, 6. edition, 2002.
- 108.Slović dr Slobodan: Teorija investiranja, Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje, Beograd, 2008.
- 109.Stephen Cecchetti and Kermit Schoenholtz: Money, Banking and Financial Markets, 3-rd edition. McGraw-Hill/Irwin, New York, 2010.
- 110.Šoškić Dejan: Hartije od vrijednosti: Upravljanje portfoliemi i investicioni fondovi, Beograd, 2006.
- 111.Tan Chia: Demistifying Exotic Products: Interest Rates, Equities and Foreign Exchange, Wiley Finance, 2010.
- 112.Urošević dr Branko: Kvantitativne metode u korporativnim finansijama, prvo izdanje, Centar za izdavačku djelatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009, str. 155.
- 113.Vasiljević dr Branko: Osnovi finansijskog tržišta, Deiamond Hard, Beograd, 2002.
- 114.Vernonesi Pietro: Fixed Income Securities: Valution, Risk and Risk Management, John Wiley&Sons, New York, 2010.
- 115.Vitez dr Miroslav: Berze hartija od vrijednosti i berzanski poslovi (teorija i praksa), Ekonomski fakultet, Subotica, 2000.
- 116.Vunjak dr Nenad, Ćurčić dr Uroš, Kovačević dr Ljubomir: Korporativno i investiciono bankarstvo, Ekonomski fakultet, Subotica, 2008.
- 117.Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Finansijska tržišta i berze, Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, 2009.
- 118.Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Finansijsko tržište, berze i brokeri, Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, 2003.
- 119.Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Bankarstvo (Bankarski menadžment), Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, 2006.
- 120.Vunjak dr Nenad: Finansijski menadžment (Knjiga -Poslovne finansije), Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, 2010.
- 121.Wheelen L. Thomas and Hunger David: Concepts in Strategic Mangement and Policy: Ashieving Sustainability, Prentice Hall, 12-th edition, 2009.
- 122.Willion B. Harison, Money Financial Institutions and the Economy; Business Publications Inc. Piano, Texas (USA), 1989.

123. Zec dr Miodrag, Živković dr Boško: Tranzicija realnog i finansijskog sektora, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 1997.
124. Zvi Bodie: Investments, McGraw-Hill, New York, 2010.
125. Živaljević dr Gordana: Modeliranje cijena evropskih vanila opcija, časopis Ministarstva finansija Republike Srbije FINANSIJE br. 1-6, Beograd, 2010.
126. Živković dr Aleksandar: Monetarna ekonomija, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000.
127. Živković dr Boško, Šoškić dr Dejan: Finansijska tržišta i institucije, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006.

### **Časopisi, zbornici radova i zakonska akta**

1. "Službeni list SFRJ", broj 84/89 i 46/90 i "Službeni list SFRJ", broj 37/90 i 84/90.
2. An Introduction to Derivatives: The Reuters Financial Training Series, John Wiley & Sons, New York, 1999.
3. Bodiroža Branka, Šljivar Božana: Razvoj tržišta kapitala u Republici Srpskoj, Zbornik radova sa 4. Simpozija Saveza računovođa i revizora Republike Srpske, Banja Vrućica, 2000.
4. Božić Milan: Izvještaj o radu Banjalučke berze, 2008.
5. Božić Milan: Stanje na tržištu kapitala Republike Srpske, Knjiga prezentacija sa 3. Međunarodne konferencije Banjalučke berze, Banja Vrućica, 2008.
6. Božić dr Radomir: Reforma penzionog i invalidskog osiguranja u Republici Srpskoj, Knjiga prezentacija sa 1. Međunarodne konferencije Banjalučke berze, Banja Vrućica, 2005.
7. Chiappe Rosa: Reforma penzionog sistema, Knjiga prezentacija sa 3. međunarodne konferencije Beogradske berze, Beograd, 2004.
8. Ćirović dr Milutin: Zbornik radova: Reforma finansijskog sektora u socijalističkim zemljama – uloga banaka i drugih finansijskih institucija u privrednim reformama, Savjetovanje, Beograd, 1989.
9. Ekonomska politika Republike Srpske za 2009. godinu, Službeni glasnik Republike Srpske, broj.126/08.
10. Glišić Milan, mast.ekon.: Mjerenje performansi investicionih i penzionih fondova u funkciji upravljanja rizicima, 44. Simpozijum Saveza računovodstvenih radnika Srbije na temu: "Podrška upravljanju rizicima finansijskih institucija", Zlatibor, Srbija, str. 248, 2013.

11. Grujić Miloš: Pokazatelji i pravac razvoja tržišta kapitala u Republici Srpskoj, časopis Saveza računovođa i revizora Republike Srpske – FINRAR br.07/13, Banja Luka, Republika Srpska, 2013.
12. Izvještaj o stanju u sektoru osiguranja Republike Srpske za period od 01.01.2009. do 30.06.2009. godine, Agencija za osiguranje Republike Srpske.
13. Jandrić mr Miodrag: Stanje i perspektive investicionih fondova u Republici Srpskoj, naučni časopis za ekonomiju Ekonomskog fakulteta, Financing br. 03/11, Banja Luka, Republika Srpska, 2011.
14. Janjić Dragan: Mogućnost primjene portfolio teorije na tržištima kapitala Srednje i Jugoistočne Evorpe, naučni časopis za ekonomiju Ekonomskog fakulteta, Financing br. 03/13, Banja Luka, Republika Srpska, septembar 2013.
15. Jeremić dr Zoran: Stanje finansijskog sektora u Srbiji i dalji pravci razvoja, časopis finansije-bankarstvo-revizija-osiguranje, Fakultet za finansijski menadžment i osiguranje, broj 4, Beograd, 2004.
16. Jovković dr Biljana: Sistem interne kontrole kao podrška upravljanju u osiguranju, 44. Simpozijum Saveza računovodstvenih radnika Srbije na temu: “Podrška upravljanju rizicima finansijskih institucija“, Zlatibor, Srbija, str. 305, 2013.
17. Kovačević dr Ljubomir: Šanse i rizici valutnog odbora, Simpozijum Saveza računovođa i revizora Republike Srpske, Teslić, 2002.
18. Malešević dr Đoko: Controlling – Koncept objedinjavanja funkcija za podršku upravljanju, Simpozijum SRR Republike Srpske, Teslić, 2002.
19. Milaković dr Nedeljko: Novosti sa finansijskih tržišta i oko njih na kraju 2011. godine, časopis Saveza računovođa i revizora Republike Srpske – FINRAR br.11/11, Banja Luka, Republika Srpska, 2011.
20. Močić mr Branimir: Optimizacija rizičnog portfolia finansijskih instrumenata na finansijskom tržištu Republike Srpske, časopis Saveza računovođa i revizora Republike Srpske – FINRAR br.12/11, Banja Luka, Republika Srpska, 2011.
21. Močić mr Branimir: Predviđanje varijabiliteta berzanskog indeksa Republike Srpske BIRS-a, naučni časopis za ekonomiju Ekonomskog fakulteta, Financing br. 03/11, Banja Luka, Republika Srpska, 2011.
22. Mrkšić dr Dragan, Tomašević-Dražić Gordana: Dobrovoljno penzijsko osiguranje u Srbiji, časopis Finansije-bankarstvo-revizija-osiguranje, Fakultet za finansijski menadžment i osiguranje, broj 1, Beograd, 2005.
23. Ostojić dr Siniša: Tržište kapitala u funkciji oportunitetnih troškova privrede (doktorska disertacija), Subotica, 1999.

24. Radivojac dr Goran: Anomalije tržišta hartija od vrijednosti, časopis Saveza računovođa i revizora Republike Srpske – FINRAR br.04/11, Banja Luka, Republika Srpska, 2011.
25. Radivojac dr Goran: Nova regulacija rejting agencija i njen uticaj na finansijska tržišta, zbornik radova Ekonomskog fakulteta “Acta Economica“ br. 16 (februar 2012.), Banja Luka, str. 155, 2012.
26. Savanović Sara: Finansijsko izvještavanje investicionih fondova i berzanskih posrednika, časopis Saveza računovođa i revizora Republike Srpske – FINRAR br.06/11, Banja Luka, Republika Srpska, 2011.
27. Statistika tržišta osiguranja u BiH za 2006. godinu, Republički zavod za statistiku RS, Swizz re No 3/2006, 4/2007, 3/2008.
28. Stevanović dr Tatjana: Sistem mjera performansi kao osnov strategijske i operativne kontrole osiguravajućih kompanija, 44. Simpozijum Saveza računovodstvenih radnika Srbije na temu: “Podrška upravljanju rizicima finansijskih institucija“, Zlatibor, Srbija, str. 189, 2013.
29. Subotić dr Slobodan i Mijatović mr Miroslav: Upravljanje portfolirom osiguravajućih kompanija, časopis Saveza računovođa i revizora Republike Srpske – FINRAR br.08/11, Banja Luka, Republika Srpska, 2011.
30. Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Finansijski instrumenti na tržištu kapitala, Simpozijum Saveza računovođa i revizora Republike Srpske, Teslić, 2001.
31. Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Izvještavanje finansijskih posrednika u funkciji zaštite investitora na berzi, 37. Simpozijum Saveza računovođa i revizora Srbije, Zlatibor, 2006.
32. Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Kreditni i kamatni portfolio u uslovima globalne krize, 13. Kongres Saveza računovođa i revizora Republike Srpske, Teslić, 2009.
33. Vunjak dr Nenad: Uloga banaka na finansijskom tržištu 9. Kongres Saveza računovođa i revizora Republike Srpske, Teslić, 2005.
34. Živković dr Boško: Dominacija banaka u finansijskim sistemima zemalja Jugoistočne Evrope: uzroci i neke posljedice, Zbornik radova sa Miločerskog ekonomskog foruma, Miločer, 2006.
35. Zakon o Agenciji za bankarstvo Republike Srpske, „Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 10/98.
36. Zakon o bankama „Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 18/99.
37. Zakon o bankama „Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 107/2005.



38. Zakon o bankama i drugim finansijskim organizacijama „Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 15/96.
39. Zakon o investicionim fondovima, „Službeni glasnik Republike Srpske“, broj 92/06.
40. Zakon o tržištu hartija od vrijednosti i drugih finansijskih instrumenata, „Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 107/2005.

### **Web sajтови:**

1. <http://link.springer.com>
2. [www.blberza.ba](http://www.blberza.ba)
3. [www.eurolex.com](http://www.eurolex.com)
4. [www.sec.rs.ba](http://www.sec.rs.ba)