

\* \* \*

Imajući u vidu da su od njihovog nastanka i pored raznih drugih formi koje su vremenom iz njih proizašle, zatvoreni i otvoreni fondovi ostali predominantni tipovi investicionih fondova, u nastavku rada ćemo se fokusirati na otvorene i zatvorene fondove i na njihove karaktersitične vrste i podvrste. Pošto je ova vrsta finansijskih posrednika najveći razvoj doživjela na tržištu Sjedinjenih američkih država, to će u ovom radu objašnjenje karakteristika i značaja investiranja u investicione fondove biti bazirano na američkom modelu. Pored toga, u cilju upoznavanja sa specifičnostima organizovanja i funkcionisanja ovih finansijskih posrednika u drugim zemljama, biće predstavljeni i investicioni fondovi u Francuskoj. U nastavku rada fokusiramo se prvo na otvorene fondove, iako su prvi fondovi osnivani kao zatvoreni. Razlog za ovakvu odluku je taj što su otvoreni fondovi razudjeniji, pružaju veći obim usluga njihovim vlasnicima, i što je na koncu, vrijednost njihovog vlasništva u globalnim terminima posmatrano, veća od vlasništva kojim upravljaju zatvoreni fondovi. Nakon predstavljanja otvorenih fondova biće predstavljene i opisane karakteristike i specifičnosti zatvorenih investicionih fondova.

## **2.2. Otvoreni investicioni fondovi**

Premda datiraju još od dvadesetih godina XX vijeka, svoj puni procvat otvoreni fondovi doživjeli su tek pedesetak godina kasnije, s nastankom fondova novčanog tržišta. Povećanje broja fondova i njihove vrijednosti, kao i vrijednosti kapitala pod njihovom upravom, pratio je razvoj „proizvoda“ koje ovi fondovi nude širokoj publici. Uspješnost investiranja u otvorene, ali i u zatvorene fondove, zahtijeva poznavanje karakteristika pojedinih vrsta hartija od vrijednosti, funkcionisanja njihovih tržišta, karakteristika samih fondova, ali i investicionih tehnika. Takođe, potrebno je poznavati ekonomske uslove na domaćem tržištu, kao i na internacionalnim tržištima, jer većina fondova danas disperzira i valutni rizik, kupujući za svoj portfolio hartije izdate u drugim državama.

Otvoreni fond je diverzifikovani portfolio akcija, obveznica ili drugih hartija od vrijednosti, kojim upravljaju profesionalni menadžeri ili tim menadžera. Svaki fond mora biti registrovan kod nacionalne regulatorne institucije i ispuniti zakonski definisane zahtjeve u pogledu visine osnivačkog kapitala i obaveza prema akcionarima i prema državi (u smislu poreza). Zadovoljenje zakonskih uslova garancija je investitorima, da određeni fond ispunjava osnovne i specifične norme zaštite investitorskih prava, kao i prava države u smislu oporezivanja i plaćanja ostalih dažbina.

Osim postojanja pojedinačnih, vremenom su nastale i tzv. „familije“ otvorenih fondova, koje u svom sastavu uključuju i fondove tržišta novca, fondove akcija i fondove obveznica. Do stvaranja familija fondova došlo je zahvaljujući nastojanju menadžera da se izbore za

što veći iznos investitorskog kapitala. To je bilo moguće učiniti praćenjem razvoja novih proizvoda na tržištu i reakcija investitora.

Pored prednosti koje nude svi tipovi investicionih fondova u odnosu na druge tipove investiranja, otvoreni fondovi imaju jednu specifičnu prednost; visoku likvidnost. Ona je kod otvorenih investicionih fondova rezultat postojanja obaveze kontinuiranog otkupa investicionih jedinica fonda.

### **2.2.1. Karakteristike otvorenih investicionih fondova**

Naziv otvorenih fondova nastao je otuda što oni zainteresovanim i platežno sposobnim investitorima kontinuirano emituju investicione jedinice ili udjele, i od njih ih i otkupljuju. Kapital prikupljen prodajom investicionih jedinica, fond investira u raznovrsnu aktivu ovisno o investicionoj politici fonda objavljenoj u njegovom prospektu, dok se neto otkupi investicionih jedinica otvorenog fonda vrše likvidiranjem dijela aktive fonda. Vrijednost investicione jedinice otvorenog fonda uvijek je jednaka NAV fonda obračunatoj dijeljenjem vrijednosti aktive fonda sa brojem njegovih investicionih jedinica.

Nett assett value (po akciji) izračunava se kao:

$$\text{NAV} = \frac{\text{ukupno vlasništvo} - \text{obaveze}}{\text{broj izdatih investicionih jedinica fonda}}$$

Pri tome se pod ukupnim vlasništvom podrazumijeva trenutna vrijednost, odnosno cijena svih hartija koje se nalaze u portfoliju fonda + eventualno postojeća gotovina.

U ovome leži specifičnost otvorenih fondova u odnosu na druge investicione kompanije, jer se cijena njihovih investicionih jedinica uvijek utvrđuje na osnovu tekuće vrijednosti njihovog trenutnog portfolija, a ne na osnovu odnosa ponude i tražnje za njima, kao što je slučaj npr. sa zatvorenim fondovima. Čak i kad otvoreni fond postane zatvoren za dodatno investiranje kapitala, otkupna cijena njegovih investicionih jedinica i dalje se računa na osnovu njegove NAV. Ipak, uprkos ovakvom definisanju cijene investicionih jedinica otvorenog fonda, one mogu biti promijenjene dodavanjem, odnosno oduzimanjem prodajne marže, što je slučaj kad se prodaja investicionih jedinica otvorenog fonda vrši preko banke ili brokera. Ukoliko investitor kupi investicionu jedinicu direktno od otvorenog fonda, prodajna marža se ne naplaćuje, i tada je cijena udjela jednaka NAV portfolija<sup>46</sup>.

Neto vrijednost vlasništva, odnosno aktive fonda, obračunava se jednom dnevno, na osnovu tržišnih cijena na zatvaranju berzi, odnosno trgovanja udjelima u fondu. NAV fluktu-

---

<sup>46</sup> Stefano Preda, editor: Funds and Portfolio Management Institutions, Elsevier Science Publiher B.V. (1991)

ira ovisno o promjenama u vrijednosti portfolio holdinga. Cijene ili NAV za individualne fondove mogu se pronaći u dnevnoj štampi, na stranicama na kojima se izvještava o trgovanju fondovima koji se kotiraju na berzi, ili se ove informacije mogu dobiti direktno od fonda. U sljedećem prikazu ilustriran je obračun NAV za neki hipotetički fond.

**Tabela 2.3: Obračun NAV hipotetičkog fonda, u EUR**

Pozicija	Iznos
Gotovina i ekvivalenti gotovine	200.000
Akcije u portfoliju i njihova tržišna cijena	
10.000 akcija kompanije A X cijena po akciji 50 EURO	500.000
20.000 akcija kompanije B X cijena po akciji 30 EURO	600.000
50.000 akcija kompanije C X cijena po akciji 08 EURO	400.000
Ukupna tržišna vrijednost ukupnog stoka akcija	1.500.000
Ukupna aktiva (1. + 2.)	1.700.000
Minus obaveze	100.000
Ukupna neto aktiva (NAV)	1.600.000
Broj izdatih udjela fonda	100.000
Neto vrijednost aktive (NAV) po udjelu	16.00

Iz prikaza je vidljivo da NAV ovisi kako o cijeni akcija u portfoliju fonda, tako i o iznosu gotovine koja se nalazi u posjedu fonda, ali i o broju emitovanih udjela. U otvorenom fondu, zbog potrebe otkupa investicionih jedinica fonda uglavnom postoji dovoljna količina gotovog novca. Ona je na raspolaganju i da se iskoriste povoljne prilike na tržištu za kupovinu hartija od vrijednosti, za koje menadžment fonda ocijeni da će povećati NAV fonda. Iznos gotovine raste u onim danima kad fond emituje i prodaje nove udjele. Najvjerojatnije istovremeno, rasti će i broj akcija u fondu, a ovisno o njihovoj kvaliteti, u manjoj ili većoj mjeri porasti će i NAV fonda. U periodima kad narastaju zahtjevi akcionara fondu za otkupom udjela, iznosi gotovine koju fond drži će se smanjivati. Ukoliko raspoloživi iznosi gotovine ne budu dostatni, menadžeri će morati prodavati dio udjela, da bi zadovoljili aktuelne zahtjeve za otkupima udjela u fondu. Tako se i broj trenutno emitovanih udjela u otvorenom fondu, koji su u rukama vlasnika fonda, u kontinuitetu mijenja.

Cijena udjela u otvorenom fondu nije isto što i NAV fonda, pa ni njene dugoročne promjene nemaju isti značaj kao višegodišnje promjene u cijenama udjela. Naime, kad bi otvoreni fond od svog nastanka u portfoliju držao uvijek iste akcije, kad ih ne bi ni kupovao ni prodavao iz svog portfolija, NAV njegovog portfolija bila bi odraz vrijednosti akcija koje fond ima u portfoliju. Međutim, menadžeri fondova kontinuirano kupuju i prodaju akcije za portfolio fonda, ostvarujući pri tome i gubitke i dobitke. Nakon isplate kapitalnih

dobitaka, NAV fonda pada za iznos izvršene distribucije, kao i nakon emitovanja novih investicionih jedinica fonda.

## 2.2.2. Analiza otvorenog fonda i njegovog menadžmenta

Podaci o otvorenom fondu mogu se naći u tzv. „Tabeli po akcijama, odnosno udjelima“, koja je gotovo najkorisniji dio prospekta fonda, a može se naći i u njegovom polugodišnjem i godišnjem izvještaju. U njoj su sadržani podaci o posljednjih deset godina poslovanja fonda, odnosno od njegovog samog početka, ako je fond „mlađi“ od deset godina. Performanse fonda potrebno je razmatrati u dva osnovna domena; u terminima ukupnog povrata i osjetljivosti fonda.

### 2.2.2.1. Ukupan povrat

Da bismo bolje objasnili način na koji se formira ukupan povrat, uzećemo primjer tabele „po udjelu“ jednog hipotetičnog fonda. U otvorenom fondu postoje tri komponente koje čine ukupan povrat:

**Tabela 2.4: XYZ fond, Tabela „po udjelu“ (za stanje udjela tokom godine)**

1	Kraj godine, 31. decembar		
	1991.	1990.	1989.
	2	3	4
<b>PRIHODI I TROŠKOVI PO UDJELU</b>			
1. Prihod od investicija	EUR 0.20	EUR 0.18	EUR 0.14
2. Minus troškovi	0.10	0.10	0.09
3. Neto investicioni prihod	0.10	0.08	0.05
4. Dividende od neto investicionog prihoda	(0.10)	(0.08)	0.05
<b>KAPITALNE PROMJENE PO UDJELU</b>			
5. Neto realizovani i nerealizovani dobiti	1.00	0.10	1.50
6. Distribucije od neto realizovanih dobitaka	(0.70)	(0.40)	(1.00)
7. Neto porast (pad) u NAV	0.30	(0.30)	0.50
8. NAV na početku godine	8.20	8.50	8.00
9. NAV na kraju godine	8.50	8.20	8.50
<b>STOPE I STANJE PO UDJELU</b>			
10. Sopa troškova prema prosječnoj neto vrijednosti	1,20%	1,20%	1,09%
11. Stopa neto investicionog prihoda prema prosječnoj neto vrijednosti	1,20%	0,96%	0,61%
12. Stopa obrta portfolija	61%	70%	55%
13. Stanje udjela (u 000) na kraju godine*	38.500	34.000	32.000

\* Ovaj podatak značajan je kod otvorenih fondova, jer je broj akcija izmjenjiv.

Izvor: Albert J Fredman & Russ Wiles, *How Mutual Funds Work*, New York Institute of Finance, 1993, New York.

Pod tačkom 1 u tabeli dat je investicioni prihod koji se formira kao suma svih dividendi koje su postigle akcije iz portfolija fonda, kojima se dodaju svi prihodi od kamata zarađenih po osnovu obveznica, ostalih dugovnih hartija, te ostali prihodi od portfolija. Kad se od investicionih prihoda oduzmu troškovi, dobiju se **neto investicioni prihodi**. Koliki će biti iznos dividende akcionara fonda, ovisi prije svega o važećem porezu na prihod, odnosno na dobit, kao i statutu samog fonda koji mora biti usklađen sa odgovarajućim zakonima u svakoj zemlji<sup>47</sup>. U našem primjeru pošlo se od pretpostavke da se 100% neto investicionog prihoda isplaćuje vlasnicima investicionih jedinica fonda.

Pod tačkom 5 u tabeli nalaze se **neto-realizovane i nerealizovane zarade**, odnosno gubici od investiranja. Pod „realizovanim“ se podrazumijevaju pozicije akcija i obveznica koje su zatvorene, odnosno prodate, i njihovom prodajom ostvaren profit, odnosno zarada ili gubitak. „Nerealizovane“ su one pozicije koje još posjedujemo. Pošto se iznos realizovanog profita razlikuje od fonda do fonda i od godine do godine za jedan isti fond, to ne postoji fiksna procentualni odnos između iznosa u tački 5 i tački 6.

Promjena u NAV fonda reflektuje **rast odnosno pad vrijednosti aktive fonda**, koja još uvijek ima otvorenu poziciju. Osim toga, iznos pod tačkom 7 uključuje bilo koji nedistribuirani neto realizovani dobitak i/ili neto investicioni prihod.

Dinamika isplate ostvarenih prihoda vlasnicima udjela u fondu ovisi o stepenu fokusiranosti portfolija na prihod; što je taj stepen veći, to je češća i frekvencija isplata, koje moraju da se vrše minimalno jednom godišnje, dok neki to čine i kvartalno<sup>48</sup>. Oblik isplate kod otvorenih fondova može biti u gotovini ili u dodatnim akcijama.

### **Obračun i značaj ukupnog povrata**

Ukupan povrat kao pokazatelj ima najveći značaj za ocjenu ukupnih performansi otvorenog fonda. Procentualni iznos ukupnog povrata moguće je naći publikovan u dnevnim novinama i ekonomskim magazinima, a može se obračunati i neposredno iz pokazatelja dostupnih iz ovih izvora korišćenjem sljedeće formule:

$$\text{Ukupan povrat} = \frac{\text{Ukupno distribuirana dividenda} + \text{Promjene u NAV}}{\text{NAV na početku perioda}}$$

Podaci o NAV na početku perioda kao i njene promjene mogu se naći u tabeli direktno, dok iznos ukupno distribuirane dividende sadrži distribuirane neto realizovane dobitke i neto investicioni prihod.

---

<sup>47</sup> U SAD-u, npr. Zakon o porezima propisuje da se minimalno 98% od neto investicionog prihoda mora distribuirati, odnosno isplatiti akcionarima.

<sup>48</sup> Zakon o porezima u SAD-u zahtijeva da dividende od kapitalnih dobitaka budu objavljene prije 31.12. tekuće godine. Pri tome, ove dividende se oporezuju u godini u kojoj su objavljene.

Na osnovu podataka za XYZ fond iz gornjeg primjera možemo izračunati ukupan povrat. Svaki udio u fondu koji ne naplaćuje maržu prilikom kupovine njegovih udjela, kupljena 1. januara 1991. godine, po NAV od 8,20 EUR, ima distribuciju od neto realizovanog dobitka u iznosu od 0.70 EUR i dividendu od neto investicionog prihoda u iznosu od 0.10 EUR. Na kraju godine NAV je iznosila 8,50 EUR. Ukupan povrat za 1991. godinu u iznosu od 13,42% obračunat je na sljedeći način:

$$\text{Ukupan povrat} = \frac{0.70 + 0.10 + (8.50 * 8.20)}{8.20} = 13.41\%$$

Posmatran sam za sebe, procenat ukupnog povrata govori relativno malo, pa ga je potrebno posmatrati u komparativnom smislu. Pri tome se misli na posmatranje ukupnih povrata u prethodnim godinama, koji mogu lako biti obračunati iz podataka sadržanih u tabeli iz gornjeg primjera. Ovaj obračun polazi od pretpostavke da su sve dividende isplaćene u gotovini, odnosno da novac nije reinvestiran. Naprotiv, podaci o ukupnom povratu koji se mogu naći publikovani, obično uključuju i reinvestirane dividende, jer ovaj pokazatelj na taj način obračunavaju kompanije koje se profesionalno bave praćenjem pokazatelja poslovanja fondova.

Ukupan povrat obračunat na gore opisani način prati ukupan povrat u periodu od jedne godine ili manje, a za njegov obračun u dužem vremenskom okviru koristi se geometrijski ili kapitalizovani prosjek godišnjeg povrata.

Obračun ukupnog povrata razlikuje se u određenoj mjeri kod otvorenih u odnosu na zatvorene fondove. Tako se kod zatvorenih fondova, umjesto cijene investicionih jedinica fonda, inicijalne i njene promjene u posmatranom periodu, u obračun uzima neto vrijednost aktive. Razlog tome je što se cijene akcija zatvorenog fonda uglavnom obračunavaju uz diskont, dok su cijene udjela otvorenih fondova uglavnom vrlo bliske NAV fonda. Stoga je ukupan povrat za udjele otvorenog fonda moguće obračunavati korišćenjem NAV fonda.

### **2.2.2.2. Stopa troškova**

Po definiciji, ova stopa stavlja u odnos ukupne operativne troškove i neto vrijednost aktive fonda, odnosno prosjek ove vrijednosti. Među troškove ne ubrajaju se brokerske takse na transakcije fonda, ali većina drugih troškova ulazi u obračun ove stope. Brokerske takse ulaze u troškove koji se oduzimaju od prihoda od investicija da bi se dobio neto investicioni prihod. U obračun ukupne stope troškova nekog otvorenog fonda ulaze sljedeći troškovi:

- a) *troškovi fonda po osnovu zarada menadžmenta kompanije koja upravlja fondom; troškovi upravljanja fondom (uključuju zarade menadžmenta za usluge upravljanja, savjetovanja i manipulisanja sa hartijama iz i za portfolijo), kreću se u rasponu od*

0,3% do 1,0% godišnje od NAV fonda. Fondovi koji za menadžerske zarade plaćaju najveću maržu od 1% dužni su da to naglase u svom prospektu. Ta informacija važna je za investitora u smislu upoređenja sa realizovanim performansama fonda, jer govori da li menadžeri vrijede onoliko koliko su plaćeni<sup>49</sup>.

- b) *prodajni troškovi*, jer otvoreni fond kontinuirano emituje udjele i prikuplja kapital što generiše troškove za prodaju udjela;
- c) *troškovi servisiranja usluga akcionarima*, za usluge vođenja akcionarskih izvještaja, vođenja penzionih planova akcionara, računa za automatsko investiranje i reinvestiranje, itd;
- d) *troškovi isplate zarada agentima čuvarima i transfernim agentima*;
- e) *troškovi ispunjavanja zakonskih obaveza*;
- f) *troškovi reklamiranja*;
- g) *troškovi otplate kamata na uzete kredite (ako fond uzima kredite) i*
- h) *troškovi isplate plata direktorima*.

Sve uračunate vrste troškova navode se u izjavi fonda o operacijama koje sprovodi. Gore navedeni troškovi dodaju se porezu i dobija se ukupan operativni trošak koji se dijeli sa neto vrijednošću aktive fonda (koristi se prosječna neto vrijednost aktive za određeni mjesec, ili za godinu, ovisno o tome za koji period se stopa računa).

$$STr = \frac{\text{ukupan operativni trošak fonda}}{\text{prosječna neto aktiva fonda}}$$

Vrijednost stope troškova može se kretati u širokom rasponu od svega 0,5% do čak 5% od NAV. Pri tome, poželjno je da ovaj procenat bude što niži, odnosno ispod 1%. Visina ovog procenta ovisi o nekoliko faktora:

1. prvi među njima jeste tip fonda i vrsta njegove strategije; kod indeksnih fondova i kod onih čiji je gro portfolija sastavljen od akcija iz sastava nekog od kompozitnih indeksa, a koji sljede strategiju „kupi i drži“, ta stopa je relativno niska. Nasuprot tome, fondovi malih kompanija, odnosno agresivno rastuće strategije, koji često mijenjaju strukturu njihovih portfolija vrše mnogo trgovanja i imaju više troškove, što se odražava i na stopu troškova. Ovisno o uspješnosti poslovanja fonda, ova stopa može fluktuirati od godine do godine, te je radi sticanja tačnije slike, neophodno obračunati prosjek ove stope za posljednjih 3 do 5 godina;

---

<sup>49</sup> Menadžmentska kompanija može se, u ugovoru sa fondom kojim upravlja, obavezati da će postupno smanjivati maržu sa rastom vrijednosti aktive fonda (npr. za prvih 50.000 EURA vrijednosti aktive marža je 0,7%, kad poraste na 80.000 EURA smanjuje se na 0,6%, itd.). Ovakva politika nije korektna u odnosu na prvobitne kupce akcija takvog fonda, te investitori obično izbjegavaju fondove čije menadžment kompanije imaju ovakvu politiku.

2. drugi važan podatak u određivanju ove stope jeste veličina fonda; veliki fondovi izvlače korist u smislu smanjenja troškova usljed ekonomije obima, što malim fondovima nije moguće;
3. više troškove imaju oni fondovi čiji portfolijo je i internacionalno diverzifikovan;
4. više troškove imaju i fondovi akcija u odnosu na fondove čija su portfolija uglavnom sastavljena od hartija sa fiksnim prinosom.

Kad se posmatra stopa troškova nekog fonda, upoređuje se njena sadašnja vrijednost sa prošlim stopama, kao i sa sadašnjim i prošlim vrijednostima drugih fondova istoga tipa i veličine.

Insistiranje na sniženju troškova motivisano je povećanjem povrata fonda. To je naročito važno za fondove obveznica koji obezbjeđuju fiksni prinos na investiciju, odnosno na proizvode dugoročne performanse tipa onih raspoloživih na tržištu akcija. Osim u standardnoj tabeli zarada, investitor može naći korisne informacije o potencijalnim troškovima fonda u njegovoj „Izjavi o operacijama“ koja se pojavljuje u polugodišnjim i godišnjim akcionarskim izvještajima. Ako je stopa troškova posmatranog fonda neumjereno visoka, iz ove izjave moguće je steći dojam o izvorima razlike u visini troškova toga, u odnosu na ostale fondove. Izjava o operacijama sadrži i informaciju o eventualnom fondovom investiranju u druge fondove, čime se uvećavaju troškovi posmatranog fonda, usljed nadgrađivanja troškova.

U zemljama sa visoko sofisticiranim finansijskim tržištima zakonski je nametnuta primjena standarda, po kojima su otvoreni fondovi obavezni da sve vrste troškova koji čine operativni trošak, prikažu u tzv. „Standardnoj tabeli zarada“, koja se obično publikuje na samom početku prospekta. Takva tabela podijeljena je u tri sekcije; u prvoj se nalazi sažetak troškova od akcionarskih transakcija, u drugoj promjene, odnosno pad operativnih troškova fonda. U trećoj sekciji obično se obrađuje standardizovan hipotetički primjer efekata troškova u toku vremena, što omogućava auto-komparaciju fonda u vremenu, kao i sa drugim fondovima sličnog tipa (npr. period posmatranja je 5 godina, a investirani iznos je standardizovan na 1.000 USD ili u drugoj domaćoj valuti). Jedan takav primjer za otvoreni fond u SAD-u slijedi u nastavku.

**Tabela 2.5: Ilustracija marži fonda sadržana u prospektu**

Troškovi transakcija akcionara	ABC Fond	XYZ fond
Maksimalna prodajna marža primjenjena pri kupovini (procenat od ponuđene cijene)	6,00%	0
Maksimalna prodajna marža na reinvestirane dividende	0	0
Zaštitna kontingent prodajna marža	0	0
Otkupna marža	0	0
Marža za razmjenu	0	0
Godišnji operativni trošak (procenat od prosječne neto aktive)		
Naknada za investicioni savjet	0,70%	0,70%
12b-1 naknada (vrsta poreza)	0	0,75
Ostali troškovi	0,50	0,50%
Ukupni operativni troškovi	1,30%	1,95%

Izvor: Albert J. Fredman & Russ Wiles, *How Mutual Funds Work*, str. 78

Uprkos očitoj prednosti fondova koji ne naplaćuju prodajne marže, investitori ipak ne ignorišu one koji ih naplaćuju, i to iz više razloga. Najvažniji među njima je pružanje stručne pomoći koju profesionalci prodaje obezbjeđuju investitorima sa skromnim znanjem u odabiru investicija koje najbolje odgovaraju njihovoj sklonosti ka riziku i ostalim ličnim preferencijama. Drugi razlog je taj da se ovakvi fondovi više reklamiraju, privlače više kapitala, i na osnovu ekonomije obima mogu sniziti svoje stope troškova ispod nivoa onih koje imaju fondovi koji maržu ne naplaćuju. Takođe, kad se radi o „velikim“ kupcima, oni ostvaruju korist od kupovanja velikih paketa investicionih jedinica otvorenih fondova, te postizu nižu maržu<sup>50</sup>. Osim toga, razlozi za kupovanje „opterećenih“ fondova su i u lakovjernosti investitora, odnosno u nerazumijevanju suštine odnosa troška i zarade.

Međutim, bez obzira na sve potencijalne i primjenjene metode sniženja operativnih troškova, oni ipak ispoljavaju tendenciju konstantnog rasta. Naime, fondovi su vremenom razvili cijelu paletu servisnih usluga akcionarima, čije obezbjeđivanje košta. Osim toga, zarade menadžera su u stalnom porastu, zahvaljujući mogućnosti kvalitetnih menadžera da inzistiraju na većim platama, što onda vuče navise i plate ostalih, manje kvalitetnih menadžera.

<sup>50</sup> U SAD-u neki fondovi omogućavaju svojim investitorima da ostvare nižu maržu na osnovu izjave koju potpišu, a u kojoj se obavezuju da u periodu od npr. 13 mjeseci izvrše investiciju koja dostiže zahtijevani prag za sniženje marže. S tim da se niža marža počne primjenjivati od početka investiranja.

### **2.2.2.3. Stopa prinosa**

Predstavlja jedan od tzv. „pomoćnih“ pokazatelja, manje obuhvatnosti i važnosti od one koja pripada ukupnom povratu. To iz razloga što ova stopa predstavlja samo pokazatelj prihoda, a ne ukupnog poslovanja fonda. Ona se računa stavljanjem u odnos neto investicionog prihoda i prosječne neto vrijednosti. Raspon ove stope kreće se od reda 0%, što je karakteristično za fondove koji akcentiraju aprecijaciju kapitala, dok oni koji se fokusiraju na ostvarivanje što većih prihoda imaju stopu prihoda veličine i do 4% ili 5%. U našem hipotetičkom primjeru (tačka 11 u tabeli 2.3), ova stopa iznosila bi  $1,20\%$  ( $(0,10/8,35)*100=1,20$ ).

### **2.2.2.4. Stopa obrta portfolija**

Ovaj pokazatelj ukazuje na obim kupovina i prodaja hartija koji je menadžment ostvario. Stopa obrta definiše se kao odnos manjeg od iznosa kupovanih/prodatih hartija iz portfolija, i fondove NAV. Kao i kod zatvorenih fondova ovaj pokazatelj može iznositi 100%, što implicira da menadžment drži kupljenu hartiju u portfoliju, u prosjeku godinu dana. Procenat od 50% ukazuje na dvogodišnje držanje hartija u portfoliju, a onaj od 200% na polugodišnje. Prosječan obrt portfolija kreće se u rasponu od 75% do 85%, znači oko 18 mjeseci ili nešto duže, premda se može naići i na one sa stopom obrta portfolija i do 500%, ili čak i preko 1000%. Ova stopa varirat će ovisno o investicionoj filozofiji i strategiji, te ciljevima investiranja svakog pojedinog fonda. Manju stopu imaće fondovi skloni dugoročnom promišljanju i prikupljanju kvalitetnih i redovnih prihoda. Nasuprot tome, višu stopu imaće oni fondovi koji teže za brzim ostvarivanjem velikog profita, kao i oni koji štite svoje portfolije od rizika upisivanjem opcija ili kupovinom fjučersa. Ovaj pokazatelj takođe se može naći u tabeli u prospektu „po akcijama“, odnosno u akcionarskim izvještajima (u gornjem primjeru pod tačkom 12, prosjek za tri posmatrane godine iznosi 62%). Kao i druge pokazatelje, potrebno ga je posmatrati korišćenjem komparativne i istorijske metode.

### **2.2.2.5. Analiza menadžmenta fonda**

Ocjena menadžmenta fonda i njegovih performansi vrši se prateći pokazatelje poslovanja fonda kojim upravljaju. Prije svega, investitori očekuju da fond u koji investiraju posluje makar toliko dobro koliko vodeći indeksi tržišta akcija, odnosno kao i indeksni fond. Tako su kvalitetni menadžeri oni koji izlaze na kraj sa rizikom i minimiziraju gubitke, bez da se zalijeću u nesigurne i rizične investicije. Važno je i da drže troškove pod kontrolom ne vršeći nepotrebnu kupoprodaju hartija iz i za portfolijo. Takvi menadžeri obezbjeđuju dobre performanse i privlače investitore, a aktiva fonda iz godine u godinu raste. Neki autori smatraju da je efikasnost performansi menadžmenta potrebno procjenjivati prije prema performansama portfolija nego prema performansama cijena akcija, odnosno in-

vesticionih jedinica fonda. To iz razloga što se i povrat i rizik generalno mjere i u odnosu na neto vrijednost aktive (portfolija) i na cijenu akcija tj. investicionih jedinica fonda.

Specifičnosti u vezi ocjene performansi menadžmenta su sljedeće: preferiraju se fondovi koje isti menadžer vodi pet ili više godina. Ako su menadžeri kraće u jednom fondu bitno je i kakva je njihova prethodna profesionalna istorija, i na koncu, da li fondom upravlja jedan menadžer ili tim menadžera. Timski pristup obezbjeđuje kontinuitet u stilu i načinu upravljanja portfolijem, odnosno fondom, čak i kad ga neki od menadžera napuste. S druge strane, timski rad može biti prepreka za ostvarivanje kvalitetnih rezultata onih menadžera koji su navikli raditi individualno i kojima ne odgovara lišavanje vlastitih tehnika i metoda u svrhu uklapanja u timska pravila.

#### **2.2.2.6. Dodatne bitne informacije**

Dodatne informacije koje je potrebno razmotriti prilikom investiranja u otvoreni, ali i zatvoreni fond su: period posmatranja rezultata fonda, veličina fonda, tokovi gotovine i korišćenje leveridža ili finansijske poluge.

*Period posmatranja rezultata fonda;* najbolje je posmatrati periode od 1, 3, 5 i ne duže od 10 godina (jer je moguće da su vršene veće promjene unutar fonda ili u njegovom menadžmentu). Fondovi koji imaju neredovne izvještaje i/ili loše rezultate u periodu od tri godine ili dužem, kako su pokazale mnoge studije, teže da i u budućnosti posluju lošije od fondova slične veličine i drugih karakteristika.

*Veličina fonda;* definicija veličine fonda u vrijednosnom smislu razlikuje se od države do države. Pri tome, u pogledu veličine postoji izvjesna distinkcija između akcionih i fondova obveznica. Naime i najveći akcioni fondovi čak su i do 10 ili više puta manji od najvećih fondova obveznica<sup>51</sup>. Pri tome, kako mali, tako i veliki fondovi imaju izvjesne prednosti i nedostatke. Prednosti malih portfolija su sljedeće; njihove holdinge menadžmentu je lakše izmijeniti; mali portfolijo može se sastojati od akcija svega nekoliko kompanija - ne mora se ići u prekomjernu diverzifikaciju uslovljenu veličinom portfolija. Otvoreni fond može čak i stopirati daljnju prodaju svojih udjela ako menadžment ocjenjuje da je fond postao „prevelik“ u smislu kvalitetne i poželjne diverzifikacije. U slučajevima pretjeranog rasta, dolazi do razvodnjavanja ukupnih performansi fonda; performanse uspješnih hartija iz portfolija bivaju ublažene ispodprosječnim performansama loših hartija. Iz ovog razloga mali fondovi lakše postižu rezultate bolje od prosjeka tržišta. Međutim, i veliki fondovi imaju izvjesnih prednosti; pošto se pod upravom menadžmenta nalazi veća aktiva, direktan efekat ekonomije obima je manja stopa troškova. Veliki fondovi privlače i zadržavaju talentovanije menadžere. Takođe, neka portfolija, kao ona novčanog tržišta ili sastavljena

---

<sup>51</sup> Tako u SAD-u, mali fondovi akcija su vrijednosti od 10 mil. USD do 100 mil. USD, dok se velikima smatraju oni iznad 1 mlrd. USD. Istovremeno, veliki fondovi obveznica dostižu vrijednost i do 20 mlrd. USD.

od obveznica, mogu bolje poslovati sa većim vlasništvom. Ovo iz razloga što se na fiksnim tržištima trguje u velikim blokovima.

*Tokovi gotovine;* dok u otvoreni fond pristižu veliki iznosi gotovine (usljed prodaje novo-emitovanih udjela tog fonda), on može poslovati bolje nego u periodima kad nema priliva novca. Tome postoje tri moguća razloga; veliki priliv gotovine u jednom periodu može figurirati kao „jastuk“ za ublažavanje efekata koje pad tržišta ima po fond (tada fond ne bi bio prisiljen prodavati akcije iz portfolija da bi isplatio svoje akcionare koji donose akcije na naplatu fondu). Dalje, dodatna gotovine u portfoliju, investirana u nove akcije može podići cijenu udjela datog fonda. Iz istog razloga, menadžer neće morati prodati akciju A da bi kupio akciju B.

Kao što je već rečeno, *leveridž ili finansijska poluga* predstavlja pozajmljivanje novca u cilju finansiranja dodatnih investicija, odnosno zarađivanja dodatnih prihoda. Investicioni fondovi finansijsku polugu koriste u periodima rasta tržišta. Ukoliko vlasništvo fonda poraste u vrijednosti, akcionari, odnosno vlasnici udjela će od toga imati koristi zato što trošak duga (po zajmu uzetom uz fiksnu kamatnu stopu) ostaje isti. Dalje, ako prihod od vlasništva poraste više od interesa koji je plaćen za pozajmljena finansijska sredstva, preostat će više prihoda za distribucije vlasnicima takvog fonda. U situaciji pada vrijednosti i/ili prihoda od tako finansiranog portfolija, njegove performanse pretrpjet će proporcionalno veću štetu u odnosu na portfolio koji nije eksterno finansiran. Vještina procjene stanja na tržištu, ovdje se ispoljava kao vrlo bitan kvalitet menadžera; ukoliko pretpostave da će tržište početi da pada, oni mogu dio vlasništva fonda pretvoriti u gotovinu ili u vrijednosne papire sa fiksnim interesom.

### **Korišćenje finansijske poluge**

Finansijsku polugu koristi veoma mali broj otvorenih investicionih fondova, od kojih većina pripada fondovima koji investiraju u „vruće“ hartije od vrijednosti. Tako fondovi agresivno-rastućih akcija ponekad koriste pozajmljeni novac u pokušaju da uvećaju dobitke kad su izgledi na tržištu obećavajući. Sve dok troškovi posuđivanja – kao refleksija kratkoročnih interesnih stopa – ostaju razumni a performanse portfolija dobre, korišćenje finansijske poluge je poželjno. U periodima pada tržišta korišćenje finansijske poluge može značajno povećati gubitke, pa se otvoreni fondovi koji koriste finansijsku polugu nerijetko nalaze među onima sa najlošijim performansama. To se naročito potencira prilikom povećanog nuđenja udjela fonda na otkup samom fondu. Tada se fond zadužuje da bi izvršio isplate, ako ne može dovoljno brzo da proda hartije iz svojeg portfolija da bi došao do gotovine, a i kad proda hartije iz portfolija, to ponekad čini po nepovoljnim cijenama što takođe uzrokuje gubitke.

Zakon o investicionim kompanijama u SAD-u, iz 1940. godine, definiše da otvoreni fondovi mogu pozajmljivati samo od banaka, da bi zadovoljili kratkoročne potrebe za finan-

sijskim sredstvima. Fondovi su limitirani i utoliko što mogu da pozajme samo do 50% od vrijednosti njegove neto aktive. Ako vrijednost portfolija raste, povećava se i stopa aktiva/pozajmljena sredstva, ali u periodima pada vrijednosti aktive, fond mora što je prije moguće smanjiti svoj dug prema banci. To može dovesti menadžment u poziciju da prodaje akcije po depresiranim cijenama.

Osim toga, na pozajmljena sredstva fond treba da plati i kamatu, koja se oduzima od povrata na investicije fonda. Troškovi za otplatu kamata se obično prikazuju separatno od operativnih troškova, kao posebna stavka u „Tabeli po udjelima“. Tako korišćenje finansijske poluge postaje naročito nepoželjno i bolno u periodima rasta interesnih stopa i pada cijena hartija od vrijednosti što obično prati jedno-drugo. Međutim, ovo su očigledne opasnosti, tako da većina fondova uzima samo male zajmove da bi se izvršile isplate otkupa udjela otvorenih fondova bez likvidiranja odnosno prodaje akcija iz portfolija fonda.

\* \* \*

Bazična podjela unutar grupacije i otvorenih i zatvorenih fondova jeste na fondove akcija i na fondove obveznica. Distinkcija među ovim fondovima nastaje po osnovu težišta koje fond stavlja na jednu od ove dvije vrste hartija od vrijednosti prilikom investiranja. U narednoj cjelini dat je prikaz otvorenih fondova akcija, dok će otvoreni fondovi obveznica biti prezentirani u nastavku.

### **2.2.3. Otvoreni fondovi akcija**

U svijetu otvorenih fondova, za investitore su naročito interesantni tzv. „equity fondovi“ ili fondovi vlasništva, koji investiraju najveći dio prikupljenog kapitala u vlasničke hartije od vrijednosti, odnosno u akcije drugih kompanija (ostatak može biti investiran i u nekretnine). Prvi korak u razumijevanju fondova vlasništva je, razumijevanje samih akcija i njihovih karakteristika, načina trgovanja njima, kao i pokazatelja njihovih performansi. Među njima je potrebno razumjeti tri osnovna; stopu cijena i zarada (price/earning ratio, P/E), stopu isplata dividendi i prinos na dividendu. Ove stope značajne su i za vrednovanje investicionih jedinica otvorenih investicionih fondova.

#### **2.2.3.1. Prednosti fondova akcija u odnosu na fondove obveznica**

Prednosti fondova akcija nad fondovima koji investiraju u hartije sa fiksnim prinosom, dolaze do izražaja prevashodno u dužem vremenskom periodu. Naglasak na riječi „duži“ stavlja se iz razloga što iskustvo razvijenih finansijskih tržišta pokazuje da akcije kao investicije mogu proizvoditi vrlo loše performanse, čak i u periodima dugim od pet do deset