

UDK 330.322/497.6 RS
DOI: 10.7251/FIN1503007G
Predrag Gajić*
Radowan El Chabaan**

PREGLEDNI RAD

Stanje i perspektive zatvorenih investicionih fondova u Republici Srpskoj u novom regulatornom okruženju

State and perspective of open investment funds in the Republic of Srpska in the new regulatory environment

Rezime

Poznato je da su investicioni fondovi nastali kao rezultat potrebe pojedinačnih investitora da smanje rizik učešća na tržištima kapitala, a u današnje vrijeme, o njima se govori kao o jednom od osnovnih mehanizama za stvaranje povjerenja u to tržište.

Nakon trinaest godina funkcionisanja investicionih fondova nastalih u postupku privatizacije državnog kapitala u Republici Srpskoj, smatrali smo da je pogodan trenutak da se predstavne neki od elemenata njihovog trenutnog stanja, s obzirom na to da generalni stav javnosti o efektima njihovog funkcionisanja nije naročito pozitivan. Analiza je rađena uglavnom u vezi sa načinom na koji su društva za upravljanje investicionim fondovima upravljala portfeljom u prethodnom periodu.

Navedene činjenice su bile dio argumenata korišćenih kao osnov za nedavne izmjene i dopune zakonske regulative, po kojoj su ovi institucionalni investitori funkcionisali, a čiji su najvažniji elementi takođe predstavljani u radu.

Ključne riječi: investicioni fond, portfelj, direktive Evropske unije, zakon o investicionim fondovima.

Abstract

It is known that investment funds have been established as a result of the need of individual investors to reduce their risk of participating in the capital markets, and at the present time they are referred to as one of the basic mechanisms for creating confidence in this market.

After thirteen years of functioning of investment funds, upon their foundation during the process of privatization of the state owned capital in Republic of Srpska, we considered that it is a convenient time to present some of the elements of their current position, having also in mind that the general public opinion about the effects of their work is not quite positive. The analyses were done primarily with regard to the way in which the management companies of investment funds managed the portfolio in the previous period.

Stated facts were also the part of the arguments used as a basis for recent changes and amendments of the legislation, by which these institutional investors have been functioning. Most important elements of these changes are also presented in this paper.

Keywords: investment funds, portfolio, European Union Directives, Law on investment funds.

* Član Komisije za hartije od vrijednosti Republike Srpske, docent Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Banjoj Luci. E-mail: predrag.gajic@efbl.org

** Viši stručni saradnik, Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske. E-mail: radowan.elchabaan@secsr.gov.ba

UVOD

Problem finansiranja poslovnih aktivnosti emitenata čijim se hartijama trguje na Banjalučkoj berzi, ali i, još više, problem opstanka tržišta hartija od vrijednosti Republike Srpske usko je povezan sa stanjem i perspektivama opstanka i razvoja investicionih fondova. Mehanizmi kolektivnog investiranja, poput investicionih fondova,¹ predstavljaju osnovnu polugu stvaranja povjerenja u tržište hartija od vrijednosti.

Značaj investicionih fondova u Republici Srpskoj posebno je naglašen činjenicom da je trebalo da njihove aktivnosti obezbijede posljednji korak u nastojanju da se uspješno okonča vlasnička transformacija državnog kapitala u postupku privatizacije (započete krajem devedesetih godina dvadesetog vijeka), ali i da se masovnim učešćem građana stvori adekvatna osnova za budućnost tržišta hartija od vrijednosti na ovim prostorima, posebno kroz koncepte prijeko potrebne štednje s ciljem investiranja.

Zbog toga je i predmet posebnog istraživanja u ovom radu pregled aktuelnog stanja u industriji fondova, sa posebnim naglaskom na preovlađujuće, zatvorene investicione fondove nastale transformacijom privatizacionih investicionih fondova u 2007. godini. Pri tome, analiza će se primarno odnositi na strukturu portfelja i rezultate poslovanja koje je ta struktura omogućila. U drugom dijelu napisa, biće dat pregled najvažnijih promjena u Zakonu o investicionim fondovima koje je Narodna skupština nedavno usvojila.

1. POJAM I SUŠTINA FUNKCIONISANJA INVESTICIONIH FONDOVA

Ulaganje u investicione fondove predstavlja alternativni način investiranja, koji je nastao kao rezultat potrebe pojedinačnih investitora da uz mala ulaganja steknu visoko diverzifikovan portfelj, što značajno smanjuje rizik njihovog ulaganja. Naime, ukoliko bi se neki investitor opredijelio da ulaže na berzi, trebalo bi da posjeduje dovoljno znanja i vještina da analizira hartije od vrijednosti, te novca kako bi kreirao vlastiti portfelj, koji bi ostvarivao određene prinose uz prihvatljivi nivo preuzetog rizika. Umjesto toga, pojedinačni investitori usmjeravaju raspoloživa sredstva ka investicionim fondovima koji u njihovo ime investiraju na finansijskom tržištu kreirajući portfelj. Dakle, osnovna funkcija investicionih fondova je smanjivanje investicionog rizika upravo kroz diverzifikaciju. Za prikupljena novčana sredstva investitorima se emituju akcije (zatvoreni investicioni fondovi) ili udjeli (otvoreni investicioni fondovi), koji predstavljaju proporcionalni udio u portfelju hartija od vrijednosti investicionog fonda. Svaki investitor ima potraživanje prema fondu, proporcionalno iznosu novčanih sredstava koje je uložio, odnosno akcija ili udjela koje je fond emitovao.

Investicioni fondovi predstavljaju značajne učesnike na finansijskom tržištu koji imaju posredničku funkciju. U institucionalnom smislu, to je vrlo pogodna forma za mobilizaciju kapitala od velikog broja malih štediša. U tom smislu, „moglo bi se reći da je investicioni fond finansijski posrednik nastao s ciljem da sitne i neupućene investitore, na mala vrata, posredno uvede u veliki svet finansija“ (Šoškić, D., Živković, B., 2006, 452).

Ulaganje u investicione fondove za male štediše posebno je interesantno, jer je po prirodi njihove funkcije omogućeno profesionalno

upravljanje imovinom, diverzifikacija ulaganja, dovoljna likvidnost, te manji troškovi i veći prinosi u odnosu na samostalno investiranje na tržištu.

Naime, imovinom investicionog fonda treba da upravljaju ovlašćeni profesionalci – investicioni menadžeri, koji imaju dovoljno znanja o tržištima kapitala. Učešće u berzanskim transakcijama obavlja se na bazi odgovarajućih analiza investicionih prilika koje se rade u kontinuitetu. Pojedinačni investitori imaju ograničene mogućnosti za obavljanje takvih analiza, zbog neznanja ili nedostatka svih potrebnih informacija. Sve to onemogućava fleksibilnost i brzinu kod donošenja investicionih odluka. Naknade koje fond naplaćuje od vlasnika fonda omogućavaju mu angažovanje obrazovanih i stručnih menadžera, koji će osigurati kvalitetno upravljanje imovinom.

U vezi sa diverzifikacijom ulaganja, treba konstatovati da, kupujući akcije ili udjele fonda, investitor posredno kupuje veliki broj različitih hartija od vrijednosti koje čine strukturu portfelja tog fonda, a čime u krajnjem vrši disperziju rizika. Zbog ograničenih sredstava i informacija, pojedinačni investitori ne mogu da imaju toliko raznovrstan portfelj da bi u dovoljnoj mjeri smanjili rizik gubitka od investiranja.

Malim investitorima, ulagačima u fondove, veoma je važna i likvidnost. Akcije fondova i udjeli u fondovima mogu se po potrebi uvijek lako pretvoriti u novac i u razvijenim tržištima hartija od vrijednosti su likvidnije u odnosu na druge vrste ulaganja (štedne uloge kod banaka, ulaganje u nekretnine, ili pojedinačne hartije).

Istovremeno, prilikom pojedinačnih kupovina ili prodaja, troškovi transakcije su niži za fond nego za individualnog investitora (veći obim transakcija omogućava i niže provizije posrednicima), dok bi prinosi koje obezbjeđuju investicioni fondovi uglavnom trebalo da budu veći od kamate na oročenu štednju (iako to ne mora uvijek biti tako, jer veći prinos obično podrazumijeva i veći rizik da se uloženi novac izgubi).

Emisijom akcija ili udjela investicioni fondovi obogaćuju ponudu finansijskih instrumenata na finansijskim tržištima. Pored toga, investicioni fondovi, kao aktivni učesnici na finansijskom tržištu, povećavaju likvidnost finansijskih instrumenata. Poslovanjem investicionih fondova obogaćena je institucionalna struktura finansijskog tržišta, te je povećana konkurentnost sa drugim finansijskim institucijama, naročito bankarskim sektorom. Što je veći broj investicionih fondova na finansijskom tržištu, prikuplja se veći obim kapitala koji se plasira u privredne tokove za dugoročno i jeftinije finansiranje privrednih subjekata.

Poseban značaj investicioni fondovi imaju u zemljama u razvoju, koje imaju nedostatak jeftinih izvora finansiranja za razvoj, što je posljedica slabog kreditnog rejtinga, odnosno visokog rizika investiranja. U takvom poslovnom okruženju, finansiranje posredstvom bankarskih kredita je skupo zbog visokih kamatnih stopa, pa se privreda nužno mora osloniti na alternativne izvore finansiranja, gdje bi investicioni fondovi trebalo da zauzmu značajno mjesto.

Dakle, može se reći da investicioni fondovi predstavljaju pogodan mehanizam razvoja i uspješnog funkcionisanja finansijskog tržišta, te su vrlo važan generator ekonomskog razvoja jedne nacionalne privrede (o nastanku i faktorima razvoja investicionih fondova pogledati npr. u: Anderson S., Ahmed P., 2005. ili Mark Mobius, 2007).

Investicioni fondovi u Republici Srpskoj su nastali u formi privatizacionih investicionih fondova (PIF) 2002. godine. Naime, u postupku masovne privatizacije građanima su podijeljeni vaučeri, koje su, između ostalog, mogli ulagati i u PIF-ove. U tom procesu, formirano je 13 PIF-ova,² koji su ispunili minimalni kriterijum za osnivanje, od-

¹ Pored investicionih fondova, formu institucionalnih investitora imaju još i penzioni fondovi i osiguravajuće kompanije.

² BLB Profit (BLBP) a.d. Banja Luka, Balkan Investment fond a.d. Banja Luka (BLKP), Bors invest fond a.d. Banja Luka (BRSP), Euroinvestment fond (EINP) a.d. Banja Luka, Aktiva invest fond a.d. Banja Luka (EKVP), Invest nova fond (INVP) a.d. Bijeljina, Jahorina koin a.d. Pale (JHKP), Kristal invest fond a.d. Banja Luka (KRIP), Polara invest fond a.d. Banja Luka (PLRP), Privrednik invest a.d. Banja Luka (PRVP), VB fond a.d. Banja Luka (VBIF), VIB fond a.d. Banja Luka (VIBP), Zepter fond a.d. Banja Luka (ZPTP). Takođe, u 2007. godini osnovan je ZIF Unioinvest fond a.d. Banja Luka, kao i otvoreni investicioni fond Kristal kapital, dok je u 2008. godini osnovan otvoreni investicioni fond Mikrofing plus, koji neće biti predmet analize, jer su bez znatnijih uticaja za funkcionisanje tržišta, analizirajući broj investitora koje su privukli, broj hartija u koje su ulagali, te rezultate koje su postigli.

nosno prikupili su minimalno milion vaučera. Od ukupno emitovanih 49.202.893 vaučera, ovi fondovi su prikupili 57%, koje su uložili u 567 preduzeća sa tzv. „vaučer liste“. Ovakvo ponašanje građana, koji su u relativno velikom broju ulagali vaučere u PIF-ove, bilo je logično, uzimajući u obzir da je proces korporatizacije i akcionarstvo bila novina i da nisu imali odgovarajuće znanje i iskustvo u oblasti investiranja. Zbog toga se većina i odlučila da svoje vaučere povjeri fondovima, odnosno profesionalnim investicionim menadžerima.

S obzirom na to da su u Republici Srpskoj PIF-ovi osnovani na određeno vrijeme od pet godina, nakon čega su se, u skladu sa zakonskom regulativom, transformisali u zatvorene investicione fondove (ZIF), to je danas dominantan oblik organizovanja investicionih fondova u Republici Srpskoj. Naime, u toku 2007. godine, pomenutom transformacijom formirano je trinaest zatvorenih investicionih fondova, pravnih sljedbenika bivših PIF-ova, osnovanih u toku vaučer privatizacije, koji i danas posluju.

2. POSLOVANJE ZATVORENIH INVESTICIONIH FONDOVA U REPUBLICI SRPSKOJ

Generalno posmatrano, poslovanje investicionih fondova podrazumijeva upravljanje portfeljom u nastojanju da se prinosi na uložena sredstva maksimizira rastom neto vrijednosti imovine. Upravljanje imovinom investicionog fonda obavljaju društva za upravljanje, za šta im pripada odgovarajuća naknada (provizija za upravljanje).³ Prihod investicionih fondova čine ostvarene dividende i kamate po osnovu hartija od vrijednosti u koje su ulagali, kapitalna dobit ostvarena kupoprodajom hartija od vrijednosti i povećanje vrijednosti samih hartija od vrijednosti koje se nalaze u portfelju fonda. Zajedno, ova tri elementa čine ukupan prinost investicionih fondova, koji je jedan

od najznačajnijih elemenata za ocjenu njihovih rezultata (Mobius, M., 2007, 66). Društva za upravljanje nisu direktno izložena rizicima gubitaka fondova, ali im se, usljed lošeg upravljanja i loše reputacije, može otkazati ugovor o upravljanju, u slučaju da se radi o zatvorenim investicionim fondovima, odnosno obavezom isplate udjela, u slučaju da se radi o otvorenim investicionim fondovima.

2.1. Struktura portfelja

Osnovni zadatak društva za upravljanje je izgradnja efikasnog portfelja, poštovanjem načela disperzije rizika. Traganje za potcijenjenom imovinom ili imovinom koja ima zadovoljavajuće prinose, procjenjivanje cjenovnih kretanja i efikasna zaštita od neočekivanih tržišnih promjena spada u fundamentalne sposobnosti društva za upravljanje (detaljnije pogledati u: Blake, 2000, 511).

Međutim, kako zaista upravljati portfeljom, kako ga formirati da uz minimalan rizik obezbijedi maksimalan prinost? U odnosu na razvijene matematičke modele (pogledati npr. Fabozzi, Markovitz, 2002; Strong, 2001. ili Gruber, Brown, Goetzmann, William, 2003), struktura portfelja ZIF-ova u RS biće analizirana posmatranjem samo tri elementa: diverzifikacije portfelja, kvaliteta portfelja i likvidnosti imovine u portfelju.

a) Diverzifikacija ulaganja

Efikasna diverzifikacija ulaganja podrazumijeva ulaganje u finansijske instrumente koji se razlikuju prema vrsti, emitentima i drugim obilježjima (više o ovom: Brinson, Singer, Beebower, Gilbert, 2007). Analizom strukture ulaganja ZIF-ova u Republici Srpskoj moguće je utvrditi koliko su društva za upravljanje investicionim fondovima uspješna u sprovođenju tog postupka. Pri tome, analiza će biti obavljena prema broju hartija od vrijednosti, vrsti imovine i tržištima na koja su ulagali.

Tabela 1. Struktura portfelja – stanje na dan 31.12.2014. godine

ZIF	BLBP	BLKP	BRSP	EINP	EKVP	INVP	JHKP	KRIP	PLRP	PRVP	VBIP	VIBP	ZPTP
Broj hartija od vrijednosti u portfelju													
2002.	174	11	236	110	84	225	94	111	143	56	81	136	262
2014.	75	14	109	47	50	137	49	73	88	45	58	103	155
Vrsta imovine (u procentima)													
Akcije	92,30	58,01	95,59	89,68	94,59	82,26	93,09	93,73	93,04	90,52	89,02	84,54	73,55
Obvez.	2,11	13,30	0,47	1,56	0,00	12,26	3,45	2,38	1,88	4,31	0,00	12,96	10,30
Ost. HOV	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	4,41	0,00	0,52	2,40	3,24	0,00	0,00	0,01
Dep. i pl.	1,87	0,00	0,00	2,41	2,23	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	6,84	0,00	13,70
Got. i ek.	2,17	5,72	1,47	2,32	0,67	1,03	0,07	0,38	0,06	0,56	3,21	0,45	1,33
Nekret.	0,00	21,37	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tržišta (procenti i nazivi)													
BiH	100	85,50	100	99,63	99,38	84,45	100	98,71	86,68	73,07	96,19	100	90,68
Strano	0,00	14,50	0,00	0,37	0,62	15,55	0,00	1,29	13,32	26,93	3,81	17,00	9,32
	-	Lit., Hrv.	-	CG, Hrv.	CG	CG, Slov.	-	Srb., CG	CG, Slov.	CG, Slov.	CG	Slov.	Srb., CG, Hrv., Slov., Mak., Eng., Luk., Špan., Aus., Njem., Fin., Fran., Ital., SAD

Izvor: Obrada autora, na bazi FI dostupnih na www.blberza.com

³ U Republici Srpskoj, inicijalno je formirano 13 društava za upravljanje, odnosno svako društvo je upravljalo sa po jednim (tada privatizacionim) investicionim fondom. Napominjemo da je jedno društvo za upravljanje izgubilo dozvolu za poslovanje u 2014. godini.

Podaci u prvom dijelu tabele pokazuju broj hartija od vrijednosti u inicijalnom portfelju ZIF-ova u 2002. godini, kada su nastali (kao PIF-ovi), i broj hartija od vrijednosti na dan 31.12.2014. godine, nakon više od deset godina upravljanja portfeljom. Podaci pokazuju da je u posmatranom periodu došlo do znatnog smanjenja broja hartija od vrijednosti u portfelju ZIF-ova, što je, jednim dijelom, rezultat aktivnosti društava za upravljanje na prodaji pojedinih udjela u preduzećima, a drugim dijelom rezultat gašenja pojedinih emitenata po osnovu sprovedenih postupaka stečaja i likvidacije.

U vezi sa drugim dijelom tabele, u okviru kojeg se govori o strukturi portfelja po vrsti imovine, logična je činjenica da je inicijalni portfelj bio sastavljen od vlasničkih hartija od vrijednosti (akcija) privatizovanih preduzeća iz RS. Vremenom, sa pojavom drugih instrumenata, društva su i po ovom osnovu vršila diverzifikaciju portfelja, iako je

vidljivo da još uvijek dominiraju vlasnički instrumenti, odnosno akcije, kao najznačajnija vrsta imovine kod svih investicionih fondova.

Treći dio prethodne tabele, u kojem je prikazana međunarodna diverzifikacija, moguće je konstatovati da pojedini fondovi još uvijek nisu izvršili ulaganja na drugim tržištima, ili su to realizovali u zanemarljivom obimu.

Na bazi sva tri analizirana elementa, moguće je konstatovati da portfelj nije znatnije restrukturiran, a efekti postojeće strukture vidljivi su u narednom pregledu.

b) Kvalitet portfelja

Kvalitet portfelja u predmetnoj analizi definisan je prihodima koje su ZIF-ovi ostvarili u 2014. godini.

Tabela 2. Ostvareni prihodi ZIF-ova u 2014. godini

ZIF	Ostvareni prihodi (KM)				Broj HOV koje su generisale prihod	Ukupan broj HOV u portfelju	% HOV koje su generisale prihod
	Prihodi od dividende	Prihodi od kamata	Realizovani dobiti po osnovu prodaje HOV	Ukupno			
BLBP	277.441	15.207	44.799	337.447	13	75	17,33%
BLKP ⁴	-	-	-	-	-	14	-
BRSP	301.893	2.397	29.144	333.434	9	109	8,26%
EINP	1.289.159	22.484	5.599	1.317.242	15	47	31,91%
EKVP	541.663	1.067	102.099	644.829	6	50	12,00%
INVP	738.090	224.691	12.383	975.164	26	137	18,98%
JHKP	330.404	6.337	0	336.741	8	49	16,33%
KRIP	1.537.161	27.769	23.547	1.588.477	19	73	26,03%
PLRP	736.804	29.337	49.282	815.423	9	88	10,23%
PRVP	141.897	14.815	0	156.712	8	45	17,78%
VBIP	165.262	8.382	80.297	253.941	5	58	8,62%
VIBP	315.458	130.725	0	446.183	9	103	8,74%
ZPTP	7.061.241	1.960.761	536.897	9.558.899	58	155	37,42%

Izvor: Obrada autora, na bazi FI dostupnih na www.blberza.com

Na osnovu podataka iz prethodne tabele možemo zaključiti da vrlo mali broj hartija od vrijednosti u portfeljima ZIF-ova generiše prihode, odnosno da su u portfeljima pretežno zastupljene hartije od vrijednosti koje ne ostvaruju nikakav prihod.

c) Likvidnost portfelja investicionog fonda

Likvidnost portfelja investicionog fonda postiže se ulaganjem u finansijske instrumente koji se mogu brzo i lako prodati po poštenoj (fer) cijeni, kao i finansijske instrumente čiji je novčani tok izvjestan i unaprijed poznat. Dakle, uslov likvidnosti portfelja investicionog fonda je likvidnost finansijskog tržišta na kojem kotiraju finansijski instrumenti koji čine njegovu najznačajniju imovinu.

Ako je prethodno konstatovano da u strukturi portfelja ZIF-ova, najvećim dijelom, dominiraju akcije domaćih emitenata koji kotiraju na

Banjalučkoj berzi, onda možemo reći da likvidnost imovine fondova direktno zavisi od likvidnosti berzanskog tržišta Banjalučke berze. Statistički podaci berzanskog trgovanja u posljednjih nekoliko godina pokazuju nizak obim dnevnog prometa uz istovremeno velike dnevne oscilacije cijena, te postojanje brojnih izrazito nelikvidnih akcija, te mogućnosti uticaja na cijenu pri relativno malim transakcijama, što je jasan pokazatelj relativno visoke nelikvidnosti tržišta Banjalučke berze. Pored toga, trgovanje mnogim akcijama je suspendovano i po nekoliko godina zbog neobjavlivanja finansijskih izvještaja ili zbog pokrenutih postupaka stečaja nad imovinom emitenata.⁵

Polazeći od ovakvih činjenica, moguće je zaključiti da je likvidnost portfelja ZIF-ova značajno ugrožena i predstavlja veliku prepreku njihovom daljem razvoju, jer je veliki broj akcija iz portfelja ZIF-ova dosta nelikvidan ili nema tržišno valorizovanu vrijednost.⁶

⁴ Finansijski izvještaji za ovaj fond nisu sastavljeni za 2014. godinu, s obzirom na to da je društvo koje je upravljalo ovim fondom u 2014. godini izgubilo dozvolu za rad.

⁵ Sa danom 25.09.2015. godine suspendovano je trgovanje akcijama ukupno 199 emitenata zbog pokrenutih postupaka stečaja i neobjavlivanja finansijskih izvještaja. Takođe, suspendovano je i trgovanje akcijama 115 emitenata zbog neobjavljenih revizorskih izvještaja, od čega 51 emitent nije objavio ni finansijski ni revizorski izvještaj.

⁶ Primjera radi, u toku 2014. godine trgovalo se hartijama 137 emitenata (od 622 listirana preduzeća), odnosno hartijama samo 22% listiranih emitenata, od čega se hartijama 26 emitenta trgovalo samo jedan dan u toku te godine (dakle, sa njih manje od 17,8% listiranih trgovalo se više od jednom godišnje). U toku 2013. godine trgovalo se hartijama 168 emitenata (od 673 listirana preduzeća), odnosno hartijama samo 25% listiranih emitenata, od čega se hartijama 42 emitenta trgovalo samo jedan dan u toku te godine (dakle, sa njih manje od 19% listiranih trgovalo se više od jednom godišnje).

Ovaj problem naročito se odražava na obračun neto vrijednosti imovine. Naime, na osnovu Pravilnika o utvrđivanju vrijednosti imovine investicionog fonda i obračunu neto vrijednosti imovine po udjelu ili po akciji investicionog fonda,⁷ vlasničke hartije od vrijednosti iz portfelja ZIF-ova vrednuju se po tržišnoj vrijednosti, uz određene uslove vezane za obim prometa i posljednji datum trgovanja. Ako tržišna vrijednost ne ispunjava propisane uslove, vrednovanje se vrši po tehnikama procjene koje su definisane Međunarodnim računovodstvenim standardom (MRS) 39, što je takođe u praksi podložno različitim tumačenjima. Poseban problem ogleda se u činjenici da veliki broj preduzeća čije su akcije listirane na berzansko tržište i koje se nalaze u portfelju ZIF-ova ne sastavljaju i ne objavljuju

finansijske izvještaje već duži niz godina. Takođe, većina preduzeća ne vrši reviziju svojih finansijskih izvještaja, niti objavljuje izvještaje nezavisnog revizora, a u slučaju postojanja grupe povezanih preduzeća ne objavljuju se konsolidovani finansijski izvještaji.

2.2. Rezultati poslovanja zatvorenih investicionih fondova u Republici Srpskoj

Društva za upravljanje ZIF-ovima su, u skladu sa propisima, naplaćivala naknade za upravljanje, što je u nekim slučajevima podrazumijevalo veći iznos od ostvarenih prihoda fonda u toj godini.⁸

Tabela 3. Pregled ostvarenih prihoda ZIF-ova i obračunate naknade za upravljanje

ZIF	Poslovni prihodi	Naknada društvu za upravljanje	Odnos naknade za upravljanje i poslovnih prihoda	Ukupna naknada za upravljanje od 2002. do 2014.	Učešće ukupno obračunate naknade za upravljanje u NAV za 2014.
1	2	3	(3/2)	4	5
BLBP	337.447	406.512	120%	6.958.400	44%
BLKP	-	-	-	3.524.278	-
BRSP	333.43	227.870	68%	5.473.185	66%
EINP	1.317.242	562.075	43%	9.084.242	44%
EKVP	644.829	452.710	70%	5.976.573	47%
INVP	975.164	598.901	61%	10.762.068	36%
JHKP	336.741	167.702	50%	4.097.709	51%
KRIP	1.588.477	896.181	56%	15.242.809	47%
PLRP	815.423	815.932	100%	9.598.809	46%
PRVP	156.7120	106.149	68%	3.261.156	71%
VBIP	253.941	284.200	112%	5.315.348	68%
VIBP	446.183	476.26	107%	7.011.853	53%
ZPTP	9.558.899	2.770.669,00	29%	33.945.966	25%
Ukupno				120.252.396,00	

Izvor: Obrada autora, na bazi FI dostupnih na www.blberza.com

Dakle, može se konstatovati da najveći dio ostvarenih poslovnih prihoda fonda služi za plaćanje naknade za upravljanje društvu. U nekoliko slučajeva, ta obračunata naknada je i veća od ostvarenih prihoda, te je neophodno da se i dio imovine fonda proda da bi se isplatila. Ukoliko pogledamo iznose ukupno obračunate naknade za upravljanje u periodu od 2002. do 2014. godine, i uporedimo je sa vrijednošću neto imovine fonda na kraju 2014. godine, možemo da konstatujemo da su društva za upravljanje u pojedinim slučajevima naplatila više od 50% trenutne vrijednosti fonda. Ukoliko bismo taj pokazatelj uporedili sa tržišnom kapitalizacijom fonda, podaci bi bili još lošiji.

Društva za upravljanje ili sa njima povezana lica istovremeno su i veliki akcionari fondova, što je uzrokovalo izostajanje bilo kakve reakcije od akcionara fonda.

Radi potpunosti datih podataka, treba konstatovati da su iz analize izostavljeni podaci o ukupnim rezultatima poslovanja i eventualno očekivanim dividendama za akcionare fondova. Naime, s obzirom

na to da su u portfelj fondova uključene hartije od vrijednosti po knjigovodstvenim vrijednostima na dan 30.06.1998. godine tek u finansijske izvještaje za 2002. godinu, ovaj vremenski pomak je u gotovo svim slučajevima uzrokovao smanjenje vrijednosti portfelja fondova. Takođe, za određene hartije se ispostavilo da nisu mogle ni biti predmet vaučer ponude. Zbog objektivnih okolnosti, ovi uticaji na rezultate poslovanja nisu uzeti u obzir u analizi, iako bi se moglo konstatovati da je prva investiciona odluka društva za upravljanje upravo odluka o formiranju inicijalnog portfelja.

Ipak, ova činjenica ne umanjuje generalni zaključak da politika upravljanja portfeljom nije dala očekivane rezultate, odnosno da nema vidljivih dokaza da su akcionari fondova imali koristi od investiranja u akcije zatvorenih investicionih fondova. Zbog svega navedenog, u posljednjih četiri godine, od kada je formirana radna grupa za izmjenu Zakona o investicionim fondovima, pokušalo se sa izmjenom regulatornog okvira po kojem su ovi institucionalni investitori funkcionisali.

⁷ Pravilnik o utvrđivanju vrijednosti imovine investicionog fonda i obračunu neto vrijednosti imovine po udjelu ili po akciji investicionog fonda („Službeni glasnik RS“ br. 102/07, 4/08, 23/10, 120/12).

⁸ Tipična naknada za upravljanje na razvijenim tržištima je: za fondove tržišta novca 0,2%–0,5%; za obvezničke fondove 0,5%–1,5%, za fondove koji ulažu u akcije domaćih emitenata 0,75%–2,0%; za fondove koji ulažu u akcije stranih emitenata 1,0%–3,0%, prema: Ekaterina Alexeeva, Sally Buxton, Christopher Gilchrist, Mark St. Giles, *Managing Collective Investment Funds*, Cadogan Financial, London, 2000, str. 127. Napominjemo da su naknade društava za upravljanje u RS između 2% i 3,5%.

3. FUNKCIONISANJE INVESTICIONIH FONDOVA U NOVOM REGULATORNOM OKRUŽENJU

Narodna skupština Republike Srpske je 17. septembra ove godine usvojila Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o investicionim fondovima,⁹ čime je okončano višegodišnje nastojanje da se adekvatnijim regulatornim okvirom obezbijede uslovi za poboljšanje stanja u segmentu funkcionisanja investicionih fondova. Radi se o relativno velikom obimu promjena, koje su uzrokovane činjenicom da se znatan dio odredbi Zakona o investicionim fondovima („Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 92/06) pokazao kao neprecizan i nedovoljan u smislu regulisanja prakse u ovoj oblasti tržišta hartija od vrijednosti.

Zbog prostornih ograničenja, u nastavku navodimo najvažnije izmjene i dopune, koje se odnose na dodatno usaglašavanje domaćeg zakonodavstva sa propisima Evropske unije i utvrđivanje adekvatnijih mehanizama zaštite interesa investitora, odnosno vlasnika investicionih fondova.

a) Dodatno usaglašavanje domaćeg zakonodavstva sa propisima Evropske unije:¹⁰

- preciznije je uređen pojam „investicionog fonda“ i „kvalifikovano učešće“ (10% i više udjela u osnovnom kapitalu ili glasačkim pravima, ili koje omogućava ostvarivanje značajnog uticaja na upravljanje društvom za upravljanje) u društvu za upravljanje, čime je izvršeno usklađivanje sa članom 1. Direktive 2009/65/EZ, te članom 2. Direktive 2011/61/EU; izmijenjen je pojam „povezana lica“, čime je izvršeno usklađivanje sa Zakonom o tržištu hartija od vrijednosti („Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 92/06, 34/09, 30/12, 59/13. i 108/13), te sa definicijom „bliske veze“ iz člana 2. Direktive 2009/65/EZ (član 1. Zakona);
- povećan je iznos potrebnog osnovnog kapitala društva za upravljanje, sa 200.000 KM na 250.000 KM, čime je izvršeno usklađivanje sa članom 7. Direktive 2009/65/EZ (član 6. Zakona);
- definisano je da društvo za upravljanje mora imati najmanje dva izvršna direktora koji društvo zajednički zastupaju i predstavljaju u pravnom prometu, te koji obavljaju poslove u društvu sa punim radnim vremenom, čime je izvršeno usklađivanje sa članom 7. Direktive 2009/65/EZ (član 10. Zakona);
- precizirana je dokumentacija koju društvo za upravljanje podnosi Komisiji za hartije od vrijednosti (u daljem tekstu: Komisija) uz zahtjev za izdavanje dozvole za poslovanje, čime je izvršeno usklađivanje sa članovima 5. i 7. Direktive 2009/65/EZ (član 12. Zakona);
- definisana je obaveza nezavisnog revizora društva za upravljanje, odnosno fonda da, bez odgađanja, obavijesti Komisiju o svim činjenicama i okolnostima koje je utvrdio u toku revizije (član 106. Direktive 2009/65/EZ), te da na zahtjev Komisije dostavi i druge podatke potrebne za vršenje nadzora nad poslovanjem društva za upravljanje; takođe, definisana je obaveza društva za upravljanje da utvrdi odgovarajuća pravila za ostvarivanje prava glasa po osnovu hartija od vrijednosti

iz portfelja fonda, te da ih objavi na svojoj internet stranici; u smislu usklađivanja sa članom 15. Direktive 2009/65/EZ, utvrđena je i obaveza društva za upravljanje da na odgovarajući način tretira prigovore akcionara, odnosno vlasnika udjela investicionih fondova, te da informacije o rješavanju tih prigovora budu dostupne javnosti i nadzornim organima investicionog fonda (član 14. Zakona);

- definisan je postupak spajanja otvorenih investicionih fondova, kao i obaveza društva za upravljanje da obavijesti sve vlasnike udjela otvorenog fonda dva mjeseca prije spajanja, čime je izvršeno djelimično usklađivanje sa odredbom člana 2. Direktive 2009/65/EZ (s obzirom na to da spajanja društava koja posluju pod različitim pravnim jurisdikcijama nisu predviđena) (član 58. Zakona);
- data je mogućnost Komisiji da u sprovođenju postupka nadzora ima pristup svim dokumentima u bilo kojem obliku, čime je izvršeno djelimično usklađivanje sa članom 98. Direktive 2009/65/EZ (s obzirom na to da u postupku nadzora Komisija nema ovlaštenja da traži evidencije o telefonskom prometu, te traži zamrzavanje ili oduzimanje imovine kontrolisanim licima) (član 59. Zakona).

b) Obezbeđivanje adekvatnijih mehanizama zaštite interesa investitora, odnosno vlasnika investicionih fondova, strožom kontrolom rada društava za upravljanje:

- definisano je da pojedinačno lice, samo ili zajedno sa povezanim licima, može steći ili povećati udio u osnovnom kapitalu ili glasačkim pravima u društvu za upravljanje samo na osnovu dozvole Komisije; definisana je i obaveza obavještanja Komisije u slučaju smanjenja udjela u osnovnom kapitalu ili glasačkim pravima u društvu za upravljanje; takođe, definisani su kriterijumi na osnovu kojih će Komisija, prilikom odlučivanja o izdavanju dozvole, procijeniti podobnost lica koje namjerava da stiče ili poveća udio u osnovnom kapitalu ili glasačkim pravima u društvu za upravljanje (član 7. Zakona);
- predviđeno je da se uslovi koji se odnose na članove društva za upravljanje i članove upravnog odbora odnose i na izvršne direktore i investicione menadžere, te da lica kojima je Komisija, odnosno odgovarajući nadležni organ izrekao mjeru oduzimanja dozvole za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti, za vrijeme dok ta mjera traje ne mogu biti članovi upravnog odbora, izvršni direktori niti investicioni menadžeri (član 8. Zakona);
- propisano je uslovno oduzimanje dozvole za člana upravnog odbora, odnosno izvršnog direktora, a kojom se predviđa oduzimanje dozvole uz odgođeno izvršenje u određenom roku (na period koji ne može biti kraći od šest mjeseci, a duži od dvije godine od dana donošenja rješenja o oduzimanju dozvole), te regulisan opoziv uslovnog oduzimanja dozvole; predviđena je i mjera javne opomene za člana upravnog odbora, odnosno izvršnog direktora, ukoliko su prekršili obaveze, a nisu ispunjeni uslovi za oduzimanje dozvole; takođe, uvedena je i mjera opomene za člana upravnog odbora, odnosno izvršnog direktora, ukoliko kršenje obaveze ima mali značaj i nisu nastupile štetne posljedice (član 10. Zakona);
- definisan je način podnošenja tužbe za naknadu štete koju društvo za upravljanje prouzrokuje na imovini investicionog

⁹ U daljem tekstu, umjesto ovog pojma koriste se skraćenica: „Zakon“.

¹⁰ Posebno se to odnosi na primjenu Direktive 2009/65/ES Evropskog parlamenta i Savjeta od 13. jula 2009. godine o usklađivanju zakona i drugih propisa koji se odnose na društva za zajednička ulaganja u prenosive hartije od vrijednosti (UCITS) (eng. Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)) i Direktivu 2011/61/EU Evropskog parlamenta i Savjeta od 8. juna 2011. godine o upravljanju alternativnim investicionim fondovima, te izmjenama Direktive 2003/41/ES i 2009/65/ES i propisima (ES) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010 (eng. Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010).

- fonda kojim upravlja, a usljed nepostupanja u skladu sa odredbama propisa kojima se uređuje oblast investicionih fondova (član 18. Zakona);
- redefinisani način obračuna naknade društvu za upravljanje, na način da će se zasnivati na procentu ponderisane prosječne godišnje tržišne vrijednosti akcija, umjesto dosadašnjeg koncepta, prema kojem je naknada obračunavana na prosječnu godišnju neto vrijednost imovine fonda (član 23. Zakona);
 - propisano je da se ukupni iznos troškova koji se knjiže na teret zatvorenog investicionog fonda sa javnom ponudom obračunava u odnosu na ponderisanu prosječnu godišnju tržišnu vrijednost akcija fonda (član 24. Zakona);
 - propisano je da, ukoliko je ponderisana prosječna godišnja tržišna vrijednost akcija fonda veća od prosječne godišnje neto vrijednosti imovine fonda, kao osnovica za utvrđivanje pokazatelja ukupnih troškova fonda primjenjuje se prosječna godišnja neto vrijednost imovine fonda (član 25. Zakona);
 - definisani su organi zatvorenog investicionog fonda sa javnom ponudom, kao i uslovi za obavljanje funkcije člana nadzornog odbora, pri čemu Komisija daje dozvolu za vršenje funkcije člana nadzornog odbora zatvorenog investicionog fonda (član 26);
 - definisani su finansijski instrumenti u koje je dozvoljeno ulaganje, te ograničenja ulaganja imovine zatvorenog investicionog fonda sa javnom ponudom, kako u odnosu na neto vrijednost imovine zatvorenog investicionog fonda, tako i u odnosu na emitenta; takođe, utvrđen je izuzetak koji se odnosi na ulaganje u hartije od vrijednosti emitentata koji se smatraju emitentima od strateškog značaja u skladu sa propisima o privatizaciji državnog kapitala u preduzećima, kao i da zatvoreni investicioni fond može, bez ograničenja, biti vlasnik hartija od vrijednosti koje emituje jedan emitent koji se smatra malim preduzećem u smislu propisa o razvoju malih i srednjih preduzeća, pri čemu zbir svih ulaganja u hartije od vrijednosti ovih emitentata ne može biti veći od 15% neto vrijednosti imovine fonda, čime je uvažena i odredba člana 16. Zakona (član 30. i 31. Zakona);
 - definisani su poslovi u kojima se zbog postojanja sukoba interesa između akcionara i/ili sa njim povezanih lica i zatvorenog investicionog fonda, isključuje pravo glasa akcionara, čime se sprečavaju zloupotrebe, a što je usklađeno sa zakonom kojim se uređuje poslovanje privrednih društava; takođe, ovim članom je definisano da ponovljena glavna skupština fonda može valjano odlučivati glasovima prisutnih i predstavljenih akcionara, bez obzira na njihov broj i broj glasova koje imaju, kao i da se članovi nadzornog odbora zatvorenog investicionog fonda biraju kumulativnim glasanjem, što je u skladu sa zakonom kojim se uređuje poslovanje privrednih društava (član 35. Zakona);
 - propisane su nadzorne mjere koje je Komisija ovlašćena da izrekne društvu za upravljanje (preporuke i upozorenja, otklanjanje nezakonitosti i nepravilnosti, dodatne mjere, opomena, javna opomena, privremena zabrana obavljanja poslova i oduzimanje dozvole za poslovanje) (član 60. Zakona);
 - utvrđeni su slučajevi u kojima Komisija daje preporuke i upozorenja društvu za upravljanje i investicionom fondu, odnosno izdaje nalog za otklanjanje nezakonitosti i nepravilnosti utvrđene u postupku nadzora (članovi 62. i 63. Zakona);
 - definisani su slučajevi u kojima Komisija izdaje ostale mjere nadzora društvima za upravljanje i investicionim fondovima, kao i postupak izricanja tih mjera; uvedeno je uslovno oduzimanje dozvole, kojim se predviđa oduzimanje dozvole za poslovanje društvu za upravljanje, uz odgođeno izvršenje u određenom roku (na period koji ne može biti kraći od jedne, a duži od pet godina); definisano je da se ove odredbe primjenjuju i na depozitare investicionih fondova (član 64. Zakona);
 - definisan je postupak obavezne transformacije zatvorenih investicionih fondova, nastalih u procesu transformacije privatizacionih investicionih fondova, u otvorene investicione fondove, u roku od tri godine od dana stupanja na snagu Zakona; propisano je da glavna skupština zatvorenog fonda donosi plan aktivnosti usklađivanja ulaganja i izloženosti prema pojedinim licima, kao i plan preoblikovanja, na prijedlog društva za upravljanje, pri čemu društvo i sa njim povezana lica nemaju pravo glasa o ovom pitanju; takođe, društvo za upravljanje obavezno je da, u roku od šest mjeseci od dana stupanja na snagu akta Komisije kojim se propisuje sadržaj plana aktivnosti preoblikovanja, dostavi Komisiji na odobrenje navedene planove; u okviru navedenih aktivnosti, društvo za upravljanje dužno je da Komisiji dostavlja kvartalne izvještaje o sprovođenju plana preoblikovanja, sa priložima dokaza o usklađenosti, te najkasnije 60 dana prije završetka roka za preoblikovanje, podnese zahtjev za odobrenje potpunog preoblikovanja, sa izvještajem depozitara; propisano je takođe da, ukoliko društvo za upravljanje ne postupi u skladu sa definisanim aktivnostima preoblikovanja, Komisija nalaže društvu otklanjanje nepravilnosti, u dodatnom roku za usklađivanje koji ne može biti duži od 15 dana, a ukoliko društvo za upravljanje ne izvrši potpuno preoblikovanje, Komisija oduzima dozvolu za poslovanje, pri čemu je depozitar fonda dužan da odmah pokrene postupak likvidacije fonda, u ime i za račun fonda; takođe, istim članom Zakona (član 73) propisano je da je, u slučaju preoblikovanja zatvorenog fonda u otvoreni, društvo za upravljanje dužno da vlasnicima udjela koji žele da budu isplaćeni, u prvoj, odnosno drugoj godini nakon preoblikovanja, naplati izlaznu naknadu koja povećava sredstva otvorenog fonda, u visini od 20%, odnosno 10% vrijednosti pojedinačne isplate, čime je uveden mehanizam za amortizovanje rizika nelikvidnosti fonda, pri čemu se obračun izlazne naknade može izvršiti u novcu, odnosno u hartijama od vrijednosti, u zavisnosti od načina isplate udjela; istim članom (član 73. Zakona) propisana je obaveza uvrštavanja udjela otvorenih fondova nastalih preoblikovanjem na berzu ili drugo uređeno javno tržište, u roku od 15 dana od dana dobijanja rješenja Komisije, a koji moraju da budu uvršteni najmanje dvije godine od dana dobijanja rješenja (obaveza uvrštavanja udjela otvorenih fondova nastalih preoblikovanjem na berzu ili drugo uređeno javno tržište propisana je u cilju davanja mogućnosti dezinvestiranja vlasnicima tih udjela, s obzirom na to da će, u prvoj i drugoj godini nakon preoblikovanja, društvo za upravljanje utvrditi dinamiku otkupa udjela najmanje jednom godišnje); definisano je da se postojeća i buduća potraživanja zatvorenog investicionog fonda koji je predmet obavezne transformacije, a koja su nastala ili mogu da nastanu po osnovu ulaganja vaučera u privredna društva Republike Srpske i Brčko Distrikta BiH, po osnovu zahtjeva za isplatu nesaglasnih akcionara, raspodjele stečajne i likvidacione imovine emitentata iz portfelja fonda i druga sporna ulaganja, prenose nakon transformacije na otvoreni investicioni fond i posebno evidentiraju i procjenjuju, pri čemu sredstva naplaćena po osnovu ovih potraživanja čine imovinu otvorenog investicionog fonda (sve u skladu sa članom 73. Zakona).¹¹

¹¹ Preostali članovi Zakona (članovi 2, 3, 4, 5, dio člana 8, 9, 10, 11, 13, 15, 16, 17, 19, 20, 21, 29, 32, 36, 37, 38, 40, 41, 42, 43, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 59, 61) odnose se na preciziranje i dodatno regulisanje postojećih odredbi Zakona o investicionim fondovima, dok su odredbe članova 22, 27, 28, 33, 34, 39, 41, 44, 45, 46, 47, 48, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73. i 74. tehničkog karaktera.

ZAKLJUČAK

Navedeni pokazatelji o rezultatima aktivnosti investicionih fondova na domaćem tržištu nedvosmisleno upućuju na skromne rezultate njihovog rada. Pokazatelji o diferencijaciji portfelja, kvalitetu hartija unutar portfelja, nastojanju da se aktivnom politikom upravljanja stanje poboljša, te rezultati u domenu uticaja na korporativne rezultate emitenata hartija od vrijednosti i drugi, upućuju na zaključke da su promjene u zakonodavnoj regulativi bile neophodne. U tom kontekstu, sigurni smo da predložene izmjene i dopune Zakona omogućavaju bolji status investitora, odnosno akcionara zatvorenih investicionih fondova. Radi se o preko 440.000 akcionara, koji će usvajanjem Zakona o izmjenama i dopunama zakona o investicionim fondovima imati više mogućnosti da zaštite sopstvena ulaganja i interese, naročito:

- učešćem manjinskih akcionara u nadzornom odboru Fonda;
- propisivanjem strožih uslova za obavljanje poslova člana nadzornog odbora, kao i neophodnom saglasnošću Komisije za učešće u ovom organu fonda;
- jasnije izraženom mogućnošću podnošenja tužbe za naknadu štete koju društvo za upravljanje prouzrokuje na imovini investicionog fonda kojim upravlja, a usljed nepostupanja u skladu sa odredbama propisa kojima se uređuje oblast investicionih fondova;
- povezivanjem rezultata rada društva sa naknadom koju obračunavaju i naplaćuju za usluge upravljanja portfeljom investicionog fonda;
- strožim kriterijumima ulaganja u pojedinačne hartije;
- definisanjem poslova u kojima se, zbog postojanja sukoba interesa između akcionara i/ili sa njim povezanih lica i zatvorenog investicionog fonda, isključuje pravo glasa akcionara;
- propisanim širim spektrom raspoloživih mjera kojima Komisija, kao regulator tržišta hartija od vrijednosti, može preventivno da djeluje u pravcu zaštite manjinskih akcionara; te
- uvedena je obaveza transformacije zatvorenih investicionih fondova, nastalih u procesu transformacije privatizacionih investicionih fondova u otvorene investicione fondove, čime je omogućen najviši stepen zaštite manjinskih akcionara, koji će nezadovoljstvo upravljanjem portfeljom iskazati dezinvestiranjem iz Fonda.

Da li će do poboljšanja stanja zaista i doći zavisiće primarno od želje postojećih vlasnika društava za upravljanje da promijene postojeće navike i posvete se istinskom restrukturiranju portfelja, u interesu vlasnika fonda, jer, u suprotnom, fondovi kojim upravljaju neće

imati perspektivu. S druge strane, velika odgovornost je alocirana (osim onih koji su povezani sa vlasnicima društava koja upravljaju tim fondovima) i na akcionare investicionih fondova, koji treba da aktivnije koriste sada i veći obim prava koja su im promjenama u zakonu data, ali i da revnosnije učestvuju u radu organa fonda.

Takođe, očekuje se i da Komisija za hartije od vrijednosti opreznim pristupom pri usaglašavanju podzakonskih akata spriječi zloupotrebe većinskih akcionara fondova i činjenicu da su u znatnoj mjeri povezani sa vlasnicima društva za upravljanje koje upravlja tim fondom.

IZVORI

1. Alexeeva, E., Buxton, S., Gilchrist, C., St. Giles, M., *Managing Collective Investment Funds*, Cadogan Financial, London, 2000.
2. Anderson, S., Ahmed, P., *Mutual Funds – Fifty Years of Research Findings*, Springer, New York, 2005.
3. Blake, D., *Financial Market Analysis*, John Wiley & Sons Ltd., 2000.
4. Brinson, G. P., Singer, B. D., Beebower, G. L., „Determinants of Portfolio Performance II: An Update“, *Financial Analysts Journal*, May/June 1991.
5. Direktiva 2009/65/ES.
6. Direktiva 2011/61/EU.
7. Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., Goetzmann, W. N., *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley & Sons, 2003.
8. Maginn John, L., Tuttle, Donald L., McLeavey, D. W., Pinto, J. E.: *Managing investment portfolios*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2007.
9. Mobius, M., *Mutual funds, An Introduction to the core concepts*, John Wiley and Sons (Asia) Pte Ltd., 2007.
10. Strong, R. A., *Practical Investment Management*, South-Western College Publishing, 2001.
11. Fabozzi, F. J., Markovitz, H. M., *The Theory and Practice of Investment Management*, John Wiley & Sons Ltd., 2002.
12. Šoškić, D., Živković, B., *Finansijska tržišta i institucije*, Beograd, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2006.