

Mr Sandra Kovačević*

Mogućnosti za smanjenje rizika investicionih fondova na finansijskom tržištu

Rezime

Prihod investitora i investicionih fondova se ostvaruje kroz dividendu iz neto investicionog dohotka, distribucije iz neto investicionog dohotka, distribucije iz neto realizovane dobiti i ukupnog prinosa. Cilj svakog investicionog fonda je da uveća aktivu, a time i prinos kako bi uspješno upravljali portfolijom. Zato investicioni fond mora voditi računa o svojim troškovima. Stopa rashoda, u zavisnosti od portfolija, varira od 0,5% do 5%. Svaka stopa rashoda ispod 1% smatra se niskom.

Karakteristike neto vrijednosti aktive (Net Assets Value – NAV) po akciji daju nam informacije o performansama investicionog fonda. NAV se izračunava na osnovu cijena hartija od vrijednosti koje se nalaze u portfoliju fonda. Na kraju, po zatvaranju berze na kojoj su kotirane dotične hartije od vrijednosti, dolazi se do saznanja koliko je cjenovno nestalan portfolio posmatranog fonda u odnosu na druge fondove i berzanske indekse. Kada se kapitalni dobitak dijeli akcionarima, tada pada vrijednost NAV-a, zato je prava mjera za performanse investicionog fonda stopa ukupnih prinosa.

Na kraju obračunskog perioda se podnosi finansijski izvještaj koji daje sliku o performansama za određeni vremenski period. Finansijski izvještaji odražavaju uspjeh preduzimanih aktivnosti, novčane tokove, neto stanje imovine, obaveze i kapital preduzeća. Zato su finansijski izvještaji od velikog značaja za zadovoljenje potreba većine korisnika na finansijskom tržištu.

Da bi se saznala vrijednost pojedinih hartija od vrijednosti, potrebno je analizirati izvještaje na finansijskom tržištu putem:

- racio analize,
- analize bilansa pomoću neto obrtnog fonda,
- cash flow analize i
- analize suštine i dejstva leveragea.

Zbog prisustva velikog broja instrumenata različitih investicionih fondova, kao i zbog njihove velike atraktivnosti, potrebno je praćenje kretanja na finansijskom tržištu, ali isto tako i čitanje brojnih informacija o stanju i kretanjima investicionih fondova. Pored specijalizovanih časopisa, izvještaja raznih servisa, TV i interneta, prate se kretanja na finansijskom tržištima. Poznavanje svih ovih segmenata može nam pomoći u smanjenju rizika kod ulaganja u investicione fondove.

UVOD

Investicioni fondovi kao institucije kolateralnog investiranja prikupljaju i ulažu novčana sredstva u različite vrste imovine sa ciljem ostvarenja prihoda uz što manje rizike. Rizike u poslovanju investicionih fondova nije moguće izbjeći, ali je moguće uticati na njihovo smanjenje. To se može postići redukcijom rizika, koja proizlazi iz činjenice da ukupan efekat poslovanja fonda predstavlja zbirni efekat pojedinih finansijskih instrumenata iz portfolija investicionog fonda. Diverzifikacijom portfolija znatno se smanjuje nesistematski rizik držanja raznih hartija od vrijednosti.

Da bi se moglo uticati na smanjenje rizika u rastu i razvoju investicionih fondova, potrebno je, pored ostalog, i poznavanje određenih segmenata iz poslovanja fonda, kao što su: prihodi i rashodi investicionih fondova, karakteristike neto vrijednosti aktive

investicionog fonda, instrumenti finansijskog izvještaja, analiza finansijskog izvještavanja na finansijskom tržištu, kao i čitanje izvještaja investicionih fondova sa finansijskog tržišta. U ovom radu fokusiraćemo ćemo se na poznavanje ovih segmenata iz poslovanja, koji mogu značajno uticati na odluku investitora da uloži sredstva u hartije od vrijednosti pojedinih investicionih fondova.

1. PRIHODI I RASHODI INVESTICIONIH FONDOVA

Investicioni fondovi obično stiču dobit za svoje investitore na tri načina, i to kroz:

- (1) dividendu iz neto investicionog dohotka (net investment income)

* Fond zdravstvenog osiguranja RS Banja Luka, Izvršni direktor Sektora za plan i analizu.

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).

(2) distribucija iz neto realizovane dobiti (Net Realized Gain)

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 mora biti distribuisano akcionarima.

(3) Ukupan prinos (Total Return)

Ovaj prinos, 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, profita realizovanog prodajem hartija od vrijednosti i rasta vrijednosti akcija, tj. rasta vrijednosti NAV-a. U praksi se može reći da je to najbolja mjera performansi investicionog fonda. Pri tome, stopa ukupnog prinosa može se izračunati na sljedeći način¹:

$$U_{P(S)} = \frac{P_d + K_d + (NAV_m + 1 - NAV_1)}{NAV_1},$$

gdje su:

$U_{P(S)}$ = stopa ukupnog prinosa fonda,

P_d = prihod od dividende,

K_d = kapitalna dobit fonda,

$NAV_{t+1} - NAV_1$ = rast vrijednosti NAV².

Cilj svakog menadžmenta investicione kompanije jeste da uvećava aktivu kompanije, kako bi uvećali proviziju, a time i prinos, te uspješno upravljali portfolijom kompanije.

Stopa rashoda (Expense ratio) veoma je bitan pokazatelj za sagledavanje efikasnosti fonda i troškove efikasnosti. Racio je pozitivniji ako ima manju vrijednost. Ovaj racio često fluktira i najbolje je da se izračuna za prethodnih 3 do 5 godina. U zavisnosti od portfolija, racio varira od 0,5% do 5%. Mali fondovi i fondovi agresivnog rasta, koje prati visoki rizici i troškovi kamata, imaju najveće vrijednosti racija.

Posmatrajući u cjelini, svaka stopa rashoda ispod 1% smatra se niskom. Male fondove karakterišu više stope rashoda nego fondove 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 portfoliju prevladavaju domaće akcije. Isto tako, fondovi u čijem portfoliju dominiraju akcije imaju višu stopu prinosa nego oni sa fiksnim kamatama. Da bi se objektivno mogao sagledati trend rashoda investicione kompanije, potrebno je izvršiti poređenje sa drugim kompanijama, kao i poređenje prethodnih rashoda sa tekućim rashodima kompanije.

2. KARAKTERISTIKE NETO VRIJEDNOSTI AKTIVE INVESTICIONIH FONDOVA

Osnovne karakteristike neto vrijednosti aktive po akciji (Net Assets Value – NAV) predstavljaju informacije o performansama investicionih fondova. Ona daje podatke o pojedinim vrijednostima jedne akcije investicionog fonda. Neto vrijednost aktive fonda predstavlja osnovnu cijenu po kojoj je moguće prodati akciju ostvarenu putem investicionog fonda.

Za izračunavanje vrijednosti NAV-a potrebno je koristiti cijene hartija od vrijednosti koje se nalaze u portfoliju fonda i to na kraju radnog dana dotične finansijske berze. To je cijena po zatvaranju finansijske berze na kojoj su kotirane dotične hartije od vrijednosti.

Kada se cijene hartija od vrijednosti pomnože sa brojem akcija koje se nalaze u portfoliju fonda i izvrši njihovo sabiranje sa ostalim oblicima aktive fonda, tada se dobije ukupna vrijednost aktive fonda. Nakon utvrđivanja ukupne vrijednosti aktive fonda neophodno je oduzeti obaveze fonda i njihovu razliku podijeliti sa brojem akcija fonda (u opticaju) te tako dobiti vrijednost NAV-a. Na ovaj način izračunata vrijednost NAV-a predstavlja cijenu po kojoj otvoreni investicioni fond treba da otkupi svoje akcije od investitora, što se može ilustrovati sljedećom formulom i hipotetičkim primjerom³:

$$NAV = \frac{\text{Ukupna vrijednost aktive fonda} - \text{Obaveze fonda}}{\text{Broj akcija u opticaju}}$$

Prikazana na hipotetičkom primjeru, NAV ima sljedeću vrijednost:

- broj akcija investicionog fonda u opticaju 50.000 KM,
- cijena akcije investicionog fonda 25 KM,
- osnovna aktiva investicionog fonda 250.000 KM,
- obaveze investicionog fonda 100.000 KM,
- ukupna vrijednost aktive investicionog fonda 1.500.000 KM,
- neto vrijednost aktive fonda (NAV).

Ukupna vrijednost aktive fonda = 50.000 X 25 + 250.000 = 1.500.000 KM €

$$NAV = \frac{1.500.000 - 100.000}{50.000} = 28 \text{ KM}$$

Izračunavanjem vrijednosti NAV-a i njegovim praćenjem svakog radnog dana, može se u kratkom roku steći predstava koliko je cjenovno nestalan posmatrani portfolio u odnosu na druge fondove ili berzanske indekse.

Na dugi rok vrijednost NAV-a, za razliku od kretanja cijene običnih akcija, ne izražava precizno kapitalne apresijacije fonda. Razlog za to je što fond kontinuirano adaptira strukturu svog portfolija, realizuje kapitalne dobitke i gubitke, te realizovane kapitalne dobitke dijeli akcionarima. Kada se kapitalni dobici isplate akcionarima, tada dolazi do pada vrijednosti NAV-a za iznos isplaćenog kapitalnog dobitka po akciji. Zato dugoročna mjera performansi investicionog fonda nije vrijednost NAV-a, već stopa ukupnih prinosa (koja obuhvata i realizovane kapitalne dobitke).

1 Prof. dr Nenad Vunjak, prof. dr Ljubomir Kovačević, *Finansijska tržišta i berze*, Ekonomski fakultet, Subotica, 2009, str. 129.

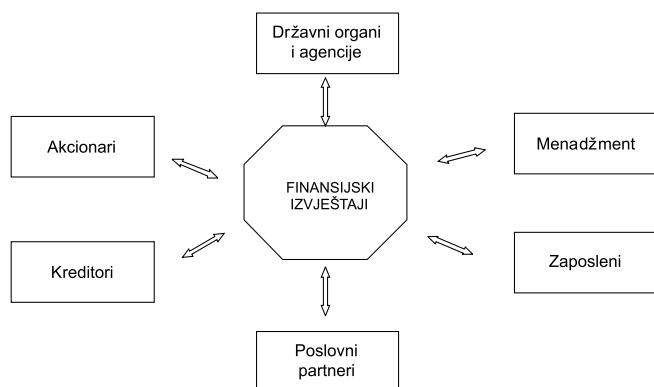
2 Prof. dr Nenad Vunjak, prof. dr Ljubomir Kovačević, *Finansijska tržišta i berze*, op. cit., str. 130.

3 Prof. dr Nenad Vunjak, prof. dr Ljubomir Kovačević, *Finansijska tržišta i berze*, op. cit., str. 126.

3. INSTRUMENTI FINANSIJSKOG IZVJEŠTAJA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

Finansijski izvještaji su proizvod obračunskog sistema koji, u suštini, daju sliku o performansama preduzeća za određeni vremenski period. Pored toga, izvještaj daje finansijsku strukturu po pojedinim pozicijama, kao i stanje likvidnosti na dan balansiranja. Podatke iz finansijskih izvještaja koriste različite interesne grupe u procesu donošenja važnih odluka. Oni se obično prezentuju na kraju godine, a mogu i u kraćim vremenskim intervalima.

Finansijski izvještaji na kraju obračunskog perioda održavaju uspjeh preduzetih aktivnosti, novčane tokove, neto stanja imovine, obaveze i kapital preduzeća, što predstavlja njegov potencijal za budući period. Te informacije koriste brojni korisnici, kao što su: akcionari, kreditori, menadžment, analitičari, zaposleni, poslovni partneri i sl., što se može ilustrovati sljedećim grafikonom⁴:



Slika 1. Korisnici računovodstvenih informacija

Vlada i njene agencije pokazuju interes za globalne informacije o napretku preduzeća i njegovoj finansijskoj strukturi po granama i oblastima. Zaposleni su zainteresovani za informacije o stabilnosti i profitabilnosti preduzeća, na osnovu čega bi oni mogli da izvrše procjenu sopstvene sigurnosti o platama i zadržavanju radnih mjesta u budućnosti.

Menadžment je zainteresovan za informacije na osnovu kojih može sagledati solventnost, likvidnost i profitabilnost preduzeća. Menadžment treba da je informisan o: strukturi kapitala, stepenu zaduženosti, stepenu pokrivanja dugoročno vezanih imovinskih dijelova kvalitetnim izvorima finansiranja, visini neto obrtnog kapitala, novčanim tokovima, stopi ukamaćenja sopstvenog i ukupnog kapitala i efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima preduzeća. Sve ove informacije su potrebne menadžmentu da bi mogao uspješno da ostvari svoje upravljačke funkcije. Zato finansijski izvještaji moraju biti komponovani da pružaju informacije o⁵:

- spособnosti preduzeća da stvara dobit, gdje predstavljaju osnovu za sagledavanje njegove zarađivačke moći,
- finansijsko-strukturnoj poziciji preduzeća na dan balansiranja i izvještavanja o stanju imovine, kapitala, obaveza, finansiranja i zarađivanja,
- novčanim tokovima, po iznosima i porijeklu koji su osnova za procjenu likvidnosti preduzeća,
- promjenama na kapitalu, što služi za procjenu sigurnosti preduzeća i njegovu izloženost finansijskim rizicima,

- rezultatima menadžmenta preduzeća u procesu upravljanja povjerenim resursima, kao i za ocjenu sposobnosti ostvarenja očekivanih prinosa.

Finansijski izvještaj se sačinjava sa ciljem da zadovolji opšte potrebe većine korisnika na finansijskom tržištu. Zbog toga računovodstvo reprodukuje razne izvještaje koji su instrumenti finansijskog izvještavanja, kao što su:

- bilans stanja na određeni dan, koji predstavlja osnovu za procjenu finansijskog položaja preduzeća,
- bilans uspjeha za određeni period, kao osnovu za ocjenu zarađivačke moći preduzeća,
- bilans novčanih tokova za određeni period, koji čini osnovu za ocjenu sposobnosti plaćanja obaveza o rokovima njihovog dospijanja,
- izvještaj o promjenama na kapitalu tokom izvještajnog perioda,
- napomene uz finansijske izvještaje, koje imaju za cilj da objasne promjene na pojedinim pozicijama u toku obračunskog perioda.

Sva pravna lica i preduzetnici dužni su da vode poslovne knjige i da sačuvaju i objavljuju redovno navedene finansijske izvještaje u skladu sa zakonskim propisima i internom regulativom (opšti akti koji sadrže posebna načela, uputstva i smjernice). Pored Zakona o računovodstvu, ovi izvještaji treba da se pridržavaju i profesionalne regulative u vidu kodeksa etike za profesionalne računovođe, međunarodnih i nacionalnih računovodstvenih standarda i standarda revizije.

4. ANALIZA FINANSIJSKOG IZVJEŠTAVANJA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

Finansijske izvještaje je potrebno analizirati sa više aspekata koji su prisutni i u našoj teoriji i praksi. Kao osnovni elementi analize finansijskih izvještaja mogu se navesti:

- racio analiza,
- analiza bilansa preduzeća pomoću neto obrtnog fonda,
- cash flow analiza,
- funds flow analiza,
- analiza suštine i dejstva leveragea.

Racio analiza vrši analizu pojedinih pozicija bilansa stanja i bilansa uspjeha u cilju ocjene finansijskog položaja. Analiza se sprovodi preko racija likvidnosti. Na osnovu bilansa stanja daje se osnova za procjenu da li je preduzeće sposobno da o roku dospijanja plati svoje obaveze. Pri tome se mogu razlikovati tri racija testa likvidnosti⁶:

- racio tekuće (opšte) likvidnosti,
- rigorozni racio likvidnosti,
- racio novčane likvidnosti.

Racio tekuće (opšte) likvidnosti, u osnovi, pokazuje sposobnost preduzeća da sa raspoloživim obrtnim sredstvima izvrši (pokrije) svoje kratkoročne odnosno tekuće obaveze. Riječ je, zapravo, o koeficijentu pokrivanja, gdje koeficijent zapravo koliko je svaka novčana jedinica kratkoročnih obaveza pokrivena obrtnim sredstvima, što se može ilustrovati na sljedeći način:

4 Materijal Komisije za hartije od vrijednosti, *Finansijska tržišta (institucije, procesi, analize, regulativa)*, Grupa autora, Beograd, 2005, str. 145.

5 Materijal Komisije za hartije od vrijednosti, *Finansijska tržišta (institucije, procesi, analize, regulativa)*, Grupa autora, Beograd, 2005, str. 146. i 147.

6 Prof. dr Milorad Ivanišević i dr., *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999, str. 24.

$$\text{Racio tekuće likvidnosti} = \frac{\text{Obrtna imovina}}{\text{Kratkoročne obaveze}}$$

Drugi, značajniji indikator je rigorozni racio kao stroži kriterijum likvidnosti koji ne sadrži u brojniku zalihe koje se najsporije konvertuju u gotovinu. Zahtjev ovog racija je da se kratkoročna potraživanja, plasmani u kratkoročne hartije od vrijednosti i gotovinu, finansiraju iz kratkoročnih izvora finansiranja tj. da taj koeficijent bude 1 ili više od 1. Dakle, rigorozni racio likvidnosti se utvrđuje na sljedeći način⁷:

$$\text{Rigorozni racio likvidnosti} = \frac{\text{Obrtna sredstva bez zaliha}}{\text{Kratkoročne obaveze}}$$

Međutim, kada je u pitanju ocjena trenutne likvidnosti preduzeća, tj. na kratak rok, onda iznos ovog racija likvidnosti 1 i iznad 1 pokazuje da je preduzeće trenutno likvidno i može platiti dospjele obaveze, što se izračunava na sljedeći način⁸:

$$\text{Racio novčane (trenutne) likvidnosti} = \frac{\text{Gotovina}}{\text{Dospjele obaveze}}$$

Racio finansijske strukture, odnosno sigurnosti ili solventnosti, dobija se na osnovu podataka iz bilansa stanja. Postoji više racija strukture, i to:

- (a) racio strukture izvora finansiranja (kapitala),
- (b) racio učešća pozajmljenih izvora finansiranja,
- (c) racio učešća pozajmljenih dugoročnih izvora finansiranja.

Racio finansijske strukture izvora finansiranja (kapitala) ispod jedan pokazuje nedovoljnu sigurnost, a iznad jedan pokazuje normalnu sigurnost. Ovaj racio se izračunava na sljedeći način⁹:

$$\text{Racio strukture izvora finansiranja (kapitala)} = \frac{\text{Sopstveni izvori finansiranja}}{\text{Pozajmljeni izvori finansiranja}}$$

Racio korišćenja pozajmljenih izvora finansiranja u ukupno korišćenim izvorima finansiranja izračunava se na sljedeći način¹⁰:

$$\text{Racio doprinosa pozajmljenih izvora finansiranja (pozajmljenog kapitala) u pokriću aktive} = \frac{\text{Pozajmljeni izvori finansiranja}}{\text{Permanentni kapital}} \times 100$$

Iznos racija sigurnosti ili solventnosti pokazuje kvalitet sigurnosti ili solventnosti preduzeća i treba da je u funkciji dalje analize preduzeća.

Racio analize učešća pozajmljenih izvora finansiranja, tj. dugoročnih dugova u ukupnim permanentnim izvorima finansiranja izračunava se na sljedeći način:

$$\text{Racio pozajmljenih dugoročnih izvora finansiranja} = \frac{\text{Dugoročni dugovi}}{\text{Permanentni kapital}} \times 100$$

Da li je ovaj racio prihvatljiv ili ne procjenjuje se za svako konkretno preduzeće u zavisnosti od njegove strukture sredstava.

Racio upravljanja ili pokazatelj aktivnosti izražava se u formi koeficijenta, te broja dana zadržavanja poslovnih sredstava u zalihama, potraživanjima od kupaca, obaveza prema dobavljačima i sl. Ovaj racio se izražava kroz koeficijent obrta kupaca i koeficijent obrta dobavljača.

Racija rentabilnosti koriste podatke iz bilansa stanja i bilansa uspjeha preduzeća. Podaci treba da pokažu kolika je zarađivačka moć u odnosu na angažovanje sredstava. Pokazatelj rentabilnosti poslovanja može da bude: a) stopa poslovnog dobitka, b) stopa neto dobitka, c) stopa prinosa na ukupna poslovna sredstva, d) stopa prinosa na sopstvena poslovna sredstva.

Analiza poslovanja preduzeća može se izvršiti i pomoću neto obrtnog fonda. Neto obrtni fond je dio obrtnih sredstva koji je finansiran dugoročnim izvorima finansiranja (sopstvenim i dugoročnim kapitalom). Opšti zahtjev o visini neto obrtnog fonda (NOF) je taj da stalno potrebna obrtna sredstva treba da budu finansirana iz dugoročnih izvora finansiranja (sopstvenim kapitalom i dugoročnim dugovima).

Aktiva	Bilans	Pasiva	(u KM)
Osnovna sredstva (sadašnja vrijednost) (65.000)		Sopstveni izvori (50.000)	
Zalihe (10.000)		Dugoročni dugovi (30.000)	
Potraživanja (10.000)			
Gotovina (5.000)		Kratkoročni dugovi (10.000)	

Slika 2. Neto obrtni fond (NOF)

$$\text{NOS} = 25.000 - 10.000 = 15.000$$

$$\text{NOF} = 80.000 - 65.000 = 15.000$$

Do povećanja neto obrtnih sredstva (NOS) odnosno neto obrtnog fonda (NOF) dolazi prodajom osnovnih sredstava, povećanjem sopstvenog kapitala iz poslovanja i povećanjem dugoročnih kredita.

Keš flou (cash flow) analiza koristi se za procjenu zarađivačke sposobnosti preduzeća. Ovaj novčani tok može biti bruto cash flow (tok primanja i izdavanja novca) i neto cash flow (razlike primanja i izdavanja novca).

Na osnovu MRS/MSFI, tokovi gotovine se klasifikuju u tri grupe:

- (a) novčane tokove iz poslovnih aktivnosti,
- (b) novčane tokove iz aktivnosti investiranja,
- (c) novčane tokove iz aktivnosti finansiranja.

Neto cash flow je indikator raspoloživih novčanih sredstava za samofinansiranje ili za otplatu dospjelih obaveza, a identičan je zbiru poslovnog dobitka, rezervi i amortizacije.

Fonds flou (funds flow) analiza predstavlja tok izvora sredstava ili finansijski tok. Ovom analizom se prate i identifikuju neto razlike bilansnih pozicija ili segmenata dva ili više sukcesivnih bilansa

7 Ibidem, str. 25.

8 Prof. dr Dragan Mikerević, *Finansijski menadžment*, FINRAR, Banja Luka, 2009, str. 268.

9 Prof. dr Đoko Malešević i dr., *Poslovna analiza*, Ekonomski fakultet, Subotica, 2007, str. 209.

10 Dr Dragan Krasulja, prof. dr Milorad Ivanišević, *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999, str. 165–168.

stanja. Analiza funds flow se primjenjuje kod potrebe dinamičke analize bilansa, kao što je analiza razvoja.

Sušтина analize dejstva leveridža (leverage) proizlazi iz činjenice da je poslovanje preduzeća permanentno izloženo neizvjesnosti i riziku. Rizik je vezan za postojanje fiksnih troškova, poslovnog rizika, rizika zaduživanja, finansijskog rizika i sl. Poslovni rizik se mjeri poslovnim leveridžem koji pokazuje promjene poslovnog dobitka u odnosu na promjene prihoda.

Faktor poslovnog leveridža se izračunava na sljedeći način¹¹:

$$\text{Faktor poslovnog leveridža} = \frac{\text{Marginalni dobitak}}{\text{Poslovni dobitak}}$$

$$\text{Faktor poslovnog leveridža} = \frac{\% \text{ promjene poslovnog dobitka}}{\% \text{ promjene obima prodaje}}$$

Dejstvo poslovnog leveridža ilustriraće se na sljedećem primjeru:

(u KM)

	Opis	Početno stanje	Povećanje obima prodaje za 10%	Smanjenje obima prodaje za 10%
1.	Prihod od realizacije prodaje (100X200)	20.000	22.000	18.000
2.	Varijabilni trošak 100X100	10.000	11.000	9.000
3.	Marginalni dobitak (1-2)	10.000	11.000	9.000
4.	Fiksni troškovi	5.000	5.000	5.000
5.	Poslovni dobitak	5.000	6.000	4.000
faktor poslovnog leveridža = 10.000/5.000 = 2				

Slika 3. Poslovni leveridž

Na prezentovanom primjeru faktor poslovnog leveridža je 2. Iz tabele se vidi da procentualno povećanje (ili smanjenje) obima prodaje uzrokuje dvostruko potencijalno povećanje (ili smanjenje) poslovnog dobitka. Tako je povećanje obima prodaje za 10% sa 20.000 KM uslovilo povećanje poslovnog dobitka sa 5.000 KM na 6.000 KM ili za 20%. Kod smanjenja obima je obrnut slučaj. Razlog se nalazi u fiksnim troškovima koji su u masi neelastični na promjene obima aktivnosti preduzeća.

Finansijski leveridž pokazuje promjene dobitka prije oporezivanja (bruto dobitka) u odnosu na promjene poslovnog dobitka. Ovaj leveridž se izračunava na sljedeći način¹²:

$$\text{Faktor finansijskog leveridža} = \frac{\text{Poslovni dobitak}}{\text{Dobitak prije oporezivanja}}$$

$$\text{Faktor finansijskog leveridža} = \frac{\% \text{ promjene dobitka prije oporezivanja}}{\% \text{ promjene poslovnog dobitka}}$$

Dejstvo finansijskog leveridža pokazaćemo na prethodnoj ilustraciji uz dopunu neophodnim podacima i pretpostavku da su dobitak prije oporezivanja i neto dobitak jednaki.

(a) Finansijska struktura

– sopstveni izvori	30.000 KM
– pozajmljeni izvori	20.000 KM
– ukupna poslovna sredstva	50.000 KM

(b) podaci o poslovnom i neto dobitku i stopama prinosa na ukupna i sopstvena sredstva prezentirani su na slici:

(u KM)

	Opis	Početno stanje	Povećanje poslovnog dobitka za 20%	Smanjenje poslovnog dobitka za 20%
1.	Poslovni dobitak	5.000	6.000	4.000
2.	Kamate 10%	2.000	2.000	2.000
3.	Neto dobitak (1-2)	3.000	4.000	2.000
4.	Stopa prinosa na ukupna poslovna sredstva (poslovni dobitak/poslovna sredstva)	10%	12%	8%
5.	Stopa prinosa na ukupna sopstvena sredstva (neto dobitak/sopstveni izvori)	10%	13,3%	6,66%
faktor finansijskog leveridža = 5.000/3.000 = 1,667				

Slika 4. Finansijski leveridž

Iz prethodnog primjera se može vidjeti da je finansijski leveridž 1,667 i da će povećanje poslovnog dobitka prouzrokovati za 1,667 puta veće procentualno povećanje dobitka prije oporezivanja, odnosno neto dobitka. Kod smanjenja poslovnog dobitka imamo obrnut slučaj. Razlog nastanka finansijskog leveridža se nalazi u prisustvu fiksnih troškova finansiranja, kao što su kamate na pozajmljeni kapital.

5. ČITANJE IZVJEŠTAJA INVESTICIONIH FONDOVA SA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Na finansijskim tržištima u savremenim uslovima prisutan je veliki broj instrumenata različitih investicionih fondova, zbog njihove velike atraktivnosti. Zato je za praćenje kretanja na finansijskom tržištu potrebno čitati razne informacije o kretanju investicionih fondova.

Najčešće su prisutne novine, kao tradicionalni izvor informacija, a kao referentne naveli bismo Financial Times (UK) i Wall Street Journal (US).

11 Jovan Rodić, Poslovne finansije i procjena vrijednosti preduzeća, Ekonomika, 1991, str. 189.

12 Jovan Rodić, Poslovne finansije i procjena vrijednosti preduzeća, op. cit. str. 193.

U drugu grupu izvora spadaju razni specijalni servisi prilagođeni profesionalcima kao učesnicima dnevnih berzanskih aktivnosti. Oni prate širok spektar informacija, kako prošlih tako i sadašnjih. U ovu grupu specijalnih servisa spadaju Reuters i Bloomberg kao najpoznatiji.

U treću grupu za čitanje informacija sa finansijskih tržišta svrstavaju se, danas najpopularniji, TV i internet. TV ima posebne kanale preko kojih putem satelitske mreže omogućava najširem krugu zainteresovanih širom svijeta da dobiju informaciju o tekućim kretanjima na finansijskim tržištima. Danas je internet najefikasniji, jer se putem njega mogu pribaviti relativne informacije, a isto-vremeno i obaviti konkretno trgovanje.

Potrebno je sa svjetskih tržišta koja su od najvećeg značaja (New York, London, Tokio, Frankfurt, Čikago, Pariz i dr.) posjedovati podatke o berzanskim indeksima, baznim kamatama koje se uzimaju kao reperi u svjetskim odnosima, cijene nekih roba koje imaju najveći uticaj na finansijska i privredna kretanja i paritete najvažnijih valuta.

Radi čitanja izvještaja o promjenama kod investicionih fondova važno je poznavati sljedeće:

- (1) Vrijednost NAV (net assets value) označava se kao neto vrijednost aktive fonda po akciji. Ova vrijednost se mijenja svakog dana i zato dolazi do promjene vrijednosti hartije od vrijednosti u portfoliju fonda. Vrijednost NAV se računa na kraju svakog radnog dana.
 - (2) Umjesto vrijednosti NAV-a u izvještajima se može naći termin otkupna, prodajna ili nuđena kupovna cijena (redemption price, sell price ili bid price). Kupovna (buy) cijena, označava cijenu po kojoj investitor može da kupi jednu jedinicu fonda koja ima NAV vrijednost. Skraćenica NL (no load) znači da se radi o neopterećenom fondu, jer su kupovna cijena i vrijednost NAV iste. Ako se cijene razlikuju, radi se o opterećenom fondu (load fund). Razlika između kupovne cijene i vrijednosti NAV-a predstavlja proviziju za ulazak u fond (front-end load, sales charge). U izvještajima se može naći i termin nuđene prodajne ili tržišne cijene (offer price, offering price, asked price).
 - (3) Chg je skraćenica za change i označava promjenu vrijednosti NAV-a u odnosu na prethodni dan. Sa oznakom „plus“ (+) označava se rast, a sa oznakom „minus“ (-) pad vrijednosti NAV-a, dok se neizmijenjena vrijednost NAV-a obilježava sa „...“.
 - (4) Bold označava kompaniju za upravljanje investicionim fondom (investicione kompanije). Ukoliko je investicioni fond najavio dividendu (x), ako fond naplaćuje ulaznu proviziju (p) ili kod otkupa akcija naplaćuje izlaznu proviziju (r) ili da ima izlaznu i ulaznu proviziju (t, tj. $t=p+r$).
 - (5) Skraćenica „Inv. Obj.“ (investment objective) označava investicione ciljeve fonda.
 - (6) Skraćenica „% Ret YTD“ (% return year to day) pokazuje kakve su performanse fonda u vezi sa pitanjem prinosa i pokazuje koju stopu prinosa je ostvario fond od početka tekuće godine do prethodnog radnog dana.
 - (7) Skraćenica „Max. Inte. Chrg“ (maximal initial charge) pokazuje kolika je maksimalna provizija koju fond naplaćuje kod kupovine svojih akcija.
 - (8) Skraćenica „Total Exp. Ratio“ pokazuje kolika su godišnja izdavanja na ime naknade za troškove upravljanja fondom.¹³
- Za pravilno čitanje izvještaja investicionih fondova sa finansijskih

tržišta potrebno je poznavati sve naprijed navedene simbole u skraćenom obliku i pod punim nazivom.

ZAKLJUČAK

Investicioni fondovi ulažu svoja raspoloživa sredstva na finansijskom tržištu. Cilj ovih ulaganja je ostvarenje profita kroz deverzifikaciju svog portfolija ulaganja uz smanjenje rizika i ostvarenje likvidnosti. Zbog takve orijentacije, investicioni fondovi stimulišu finansijske inovacije, modernizuju finansijska tržišta, podižu transparentnost i korporativna ulaganja na viši nivo.

Investicioni fondovi kao institucionalni investitori na finansijskim tržištima mobilisu sredstva privrede i stanovništva, time daju doprinos rastu i razvoju finansijskih tržišta, kao i alokaciju prikupljenih sredstava. Isto tako, oni su najpogodnija forma mobilizacije sredstava i povećanja posredničke konkurencije. Za investicione fondove je karakteristično da u obliku institucionalnih investitora prodaju vlasničke hartije od vrijednosti (akcije). Investicioni fondovi investiraju svoj kapital u dugoročne hartije od vrijednosti, kupujući iste od raznih emitenata, a ujedno emituju sopstvene dugoročne hartije od vrijednosti i vrše njihovu prodaju. Oni posjeduju svoj sopstveni portfolio dugoročnih hartija od vrijednosti. Funkcionisanje investicionih fondova nije moguće bez berze, kao organizovanog tržišta na kome se vrši kupovina i prodaja hartija od vrijednosti investicionih fondova.

Da bi navedena misija investicionih fondova, kao institucionalnih investitora na finansijskim tržištima, bila obavljena uz što manje rizika, šansa je u poznavanju elemenata iz finansijskog poslovanja kako smo prezentovali u ovom radu.

LITERATURA

1. Erić dr Dejan: *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja, Beograd, 2003.
2. Faley J. Bernard: *Capital Markets*, MacMillan education Ltd, London, UK, 2001.
3. Kapor dr Predrag: *Investicioni fondovi i investiranje u hartije od vrijednosti*, Poslovni biro, Beograd, 2007.
4. Krasulja dr Dragan, Ivanišević dr Milorad: *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999.
5. Mikerević dr Dragan: *Finansijski menadžment*, Ekonomski fakultet, SRR Republike Srpske, Finrar, Banjaluka, 2001. i 2009.
6. Mishkin S. Frederic: *Finansijska tržišta i institucije*, Mate, Zagreb, 2005.
7. Šoškić dr Dejan: *Hartije od vrijednosti – upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006.
8. Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: *Finansijska tržišta i berze*, Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, 2009.
9. Vunjak dr Nenad: *Finansijski menadžment* (Knjiga 5 – Poslovne finansije), Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, 2005.
10. Živković dr Boško, Šoškić dr Dejan: *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006.

13 Kapor dr Predrag: *Investicioni fondovi i investiranje u hartije od vrijednosti*, Poslovni biro, Beograd, 2007, str. 154.

11. Božić Milan: *Izveštaj o radu Banjalučke berze*, 2008.
12. Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: *Izveštavanje finansijskih posrednika u funkciji zaštite investitora na berzi*, 37. simpozijum SRR Srbije, Zlatibor, 2006.
13. Zakon o investicionim fondovima, Službeni glasnik Republike Srpske, broj 92/06.
14. Malešević dr Đoko i dr., *Poslovna analiza*, Ekonomski fakultet, Subotica, 2007.
15. Rodić dr Jovan, *Poslovne finansije i procjena vrijednosti preduzeća*, Ekonomika, Beograd, 1991.
16. *Komisija za hartije od vrijednosti, Finansijska tržišta*, Grupa autora, Beograd, 2005.

Summary

The revenue of investor and investment funds is realized through the dividend from net investment income, distribution from net investment income, distribution from net realized profit and the total profit. The aim of every investment fund is to increase their assets and consequently the yield in order to manage their portfolios successfully. This is why investment funds must take care of their expenses. Expense rate, depending on the portfolio, varies from 0.5% to 5%. Every expense rate below 1% is considered low.

The characteristics of net asset value per share provide the information on investment fund performance. NAV is calculated on the basis of the price of securities from the fund portfolio. In the end, upon closure of the stock exchange where the given securities are quoted, we find out how instable in term of price the portfolio of the observed fund is compared to other funds and stock exchange indexes. When capital gain is distributed to shareholders, the NAV is in decrease and therefore the total income rate makes a proper measure for an investment fund performance.

At the end of the accounting period a financial report is submitted which gives the picture of the performance in a time period. Financial reports reflect the success of operations, cash flows, net assets, liabilities and equity of a company. This is why financial reports are of great significance for meeting the needs of the majority of users in a financial market.

In order to find out the value of certain securities, it is necessary to analyze reports in the financial market by the following:

- *Ratio analysis*
- *Analysis of the balance by the net working fund*
- *Cash flow analysis, and*
- *Analysis of the core and effect of leverage*

Due to the presence of a large number of instruments of different investment funds, as well as their attractiveness, a monitoring of financial market trends is necessary as well as reading numerous pieces of information on the status and trends of investment funds. Apart from specialized papers, reports by various services, TV and the Internet, financial trends are also monitored. The knowledge of all these segments can be of assistance in decreasing risk associated with investing in investment funds.