

# Investicioni fondovi kao dugoročni izvor finansiranja preduzeća

UDK 347.72.028:330.142.211

336.1.07

mr Jelena Ćirić<sup>1</sup>, mr Slobodan Morača<sup>2</sup>, msc Danijela Gračanin<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Fakultet tehničkih nauka, Novi Sad, Trg Dositeja Obradovića 6, jelena@iis.ns.ac.yu

<sup>2</sup> Fakultet tehničkih nauka, Novi Sad, Trg Dositeja Obradovića 6, boban@iis.ns.ac.yu

<sup>3</sup> Fakultet tehničkih nauka, Novi Sad, Trg Dositeja Obradovića 6, gracanin@iis.ns.ac.yu

XI Internacionalni Simpozijum SymOrg 2008, 10.-13. Septembar 2008, Beograd, Srbija

*Investicioni fondovi su nebankarske finansijske institucije koje prikupljaju štednju pojedinačnih investitora, a zatim prikupljena sredstva plasiraju na finansijskom tržištu.*

*Tržište kapitala u Srbiji je prilično nerazvijeno i plitko, postoji hronična oskudica kvalitetnih dugoročnih izvora sredstava, mali je broj preduzeća koja se nalaze na berzanskom A listingu i atraktivna su investicionim fondovima za ulaganje. Narочito je slaba ponuda tzv. „blue chip“ akcija visokog kvaliteta za kojima je izražena velika tražnja.*

*U takvim uslovima preduzeća često imaju problem sa pribavljanjem kapitala, u slučaju nedovoljne sopstvene akumulacije. Domicilna preduzeća se još uvek najčešće opredeljuju za uzimanje dugoročnih kredita (često pod vrlo nepovoljnim uslovima), iako bi pribavljanje kapitala putem javne ponude akcija i izlazak na berzu, dugoročno posmatrano, bilo racionalnije rešenje. Kod nas još uvek dominantnu ulogu kreditora imaju poslovne banke i međunarodne finansijske institucije.*

*Odluku o učešću u kapitalu preduzeća investicioni fondovi prvenstveno donose na osnovu finansijskih izveštaja, planova i projekcija, na osnovu prospekta. Preduzeća treba da se potrudu da transparentnim poslovanjem i kontinuiranim poboljšanjem rezultata poslovanja privuku investicione fondove, kao kvalitetne dugoročne izvore finansiranja. To bi doprinelo snižavanju troškova finansiranja preduzeća, jačanju postojeće tržišne pozicije, kao i osvajanju novih tržišnih segmenata, poboljšanju kvaliteta proizvoda i usluga, finansiranju novih razvojnih poduhvata. Važno je da postoji zajednički interes na relaciji menadžment fonda i menadžment kompanije, a to je iznad svega profit.*

## 1. Uvod

Investicioni fondovi su nebankarske finansijske institucije koje prikupljaju štednju pojedinačnih investitora i prikupljena sredstva plasiraju na finansijsko tržište. Na osnovu uloženi sredstava, investitori postaju suvlasnici portfolia investicionog fonda. Investicioni fondovi predstavljaju najpogodniju formu mobilizacije kapitala. Pojavili su se mnogo kasnije u odnosu na poslovne banke, ali su kao finansijske institucije značajno doprineli produblivanju tržišta kapitala i njegovom daljem razvoju.

Brojne su pogodnosti koje nude investicioni fondovi:

1. Profesionalni menadžment, preko iskusnih stručnjaka koji upravljaju portfoliom mnogo bolje nego što bi to i jedan pojedinačni investitor mogao da uradi, čak i nakon detaljne analize tržišta.
2. Diversifikacija znači da se u portfoliu investicionog fonda nalaze hartije od vrednosti različitih emitentata, čime se smanjuje rizik u slučaju da pojedini emitenti ostvare „loše“ finansijske rezultate, jer je učešće njihovih hartija od vrednosti u ukupnom portfoliu malo, te ne mogu značajnije da ugroze kompletan portfolio.
3. Jednostavnost (re)investiranja, što znači da se najčešće ne uslovljava minimalni iznos ulaganja, uz

mogućnost naknadne kupovine dodatnih akcija, čak i ako investitor ne raspolaže većim iznosom finansijskih sredstava. Investicioni fondovi nude i mogućnost automatskog reinvestiranja dividendi, kao i planove povlačenja finansijskih sredstava.

## 2. Fenomen investicionih fondova

### 2.1 Investicioni fondovi na finansijskim tržištima razvijenih zemalja i bivših socijalističkih zemalja Evrope

Fenomen investicionih fondova je u toj meri rasprostranjen, da njihova neto imovina širom sveta na kraju 2007. godine iznosi 26,2 triliona dolara, a broj otvorenih investicionih fondova je 66.350. Pri tome skoro polovinu od ukupnog broja fondova čine fondovi akcija, obveznica i fondovi na tržištu novca. Tri navedena tipa fondova su podjednako zastupljeni, a ostatak čine balansirani i ostali tipovi fondova. Po teritorijalnoj zastupljenosti fondova više od polovine svih investicionih fondova u svetu potiču iz SAD, dok je oko trećina fondova iz Evrope, a ostatak je azijskog porekla. Takođe u SAD su vrlo zastupljene i tzv. *familije fondova*, gde se „pod jednim kišobranom“ nalazi veliki broj različitih tipova fondova. Razvijene evropske zemlje prate uzlazni trend popularnosti fondova koji vlada na američkom tržištu.

U gotovo svim bivšim socijalističkim zemljama Centralne i Istočne Evrope je tokom devedesetih godina bio primenjen model masovne vaučerske privatizacije (MVP) kao način privatizacije preduzeća u državnoj, odnosno društvenoj svojini. Suština MVP jeste da se građanima besplatno (ili uz minimalnu proviziju) podeli vaučeri kojima mogu da kupuju akcije kompanija, odnosno da ih zamenjuju za uloge u privatizacionom investicionom fondu. Masovna vaučerska privatizacija je najbrža i vrlo popularna tehnika privatizacije, kojom se teži ostvariti što pravednija raspodela državnih, odnosno društvenih svojina svim punoletnim građanima jedne zemlje. Efekti MVP variraju u zavisnosti od države, ekonomske i političke situacije u periodu sprovođenja MVP, kao i doslednosti njene primene.

Impozantni rezultati su ostvareni i u bivšim socijalističkim zemljama, u kojima su fondovi za vrlo kratak vremenski period (malo duže od jedne decenije) dostigli vrednost imovine izražene u desetinama milijardi evra, a veliki broj građana ulaže u investicione fondove. Tako na primer fondovi u Hrvatskoj 11 godina nakon njihovog pojavljivanja, upravljaju neto imovinom od oko 4 milijarde evra, uz poslovanje 95 otvorenih fondova. U Sloveniji je u investicione fondove investirano oko 3 milijarde evra, a posluje oko stotinu različitih tipova fondova.

## 2.2 Investicioni fondovi na finansijskom tržištu Srbije

Srbija je jedina zemlja u okruženju u kojoj privatizacija društvene imovine nije ostvarena primenom modela MVP. Ostaje pitanje, zašto su kod nas primenjene druge metode privatizacije, i da li bi se modelom MVP ostvarili pravedniji efekti privatizacije, s obzirom da bi bila uključena većina stanovništva. Tokom privatizacije nije postojala obaveza provere porekla kapitala kojim su privatizovana mnoga preduzeća u Srbiji. Do pre nekoliko godina Srbija je bila jedna od retkih zemalja u Evropi u kojoj su se uz manja ulaganja mogla kupiti preduzeća koja imaju razvojni i profitni potencijal, te je to bio glavni razlog pojave *venture* fondova. Investiciona logika *venture* fondova se bazira na tome da tokom nekoliko godina prisustva u kompaniji ovi fondovi investiraju veće iznose kapitala i obezbeđuju potrebna menadžerska znanja, kako bi uvećali tržišnu vrednost preuzete kompanije. Zatim se berzanskim putem akcije „izlećenog“ preduzeća prodaju po nekoliko puta većoj ceni od kupovne, a „*venture*“ fondovi se povlaćim građanima jedne zemlje. Efekti MVP variraju u zavisnosti od države, ekonomske i političke situacije u periodu sprovođenja MVP, kao i doslednosti njene primene.

Impozantni rezultati su ostvareni i u bivšim socijali-

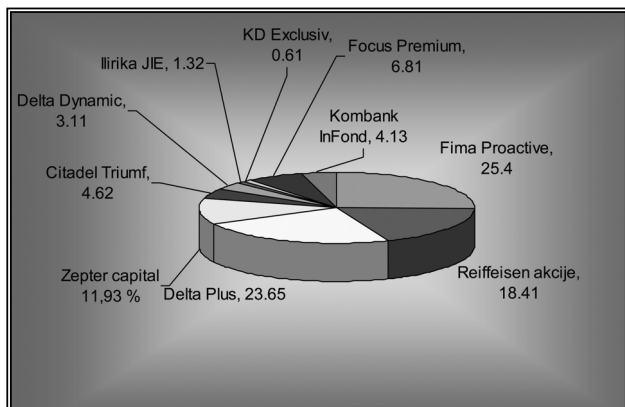
stičkim zemljama, u kojima su fondovi dina, ali se isto tako radi o veoma rizičnim ulaganjima i najčešće se ne investiraju iznosi manji od 200 miliona \$. U bivšim socijalističkim zemljama, u kojima u poslednjih 10 do 15 godina oživljava finansijsko tržište, vladala je velika „borba“ između multinacionalnih kompanija i *venture* fondova oko preuzimanja preduzeća koja se uz veću „finansijsku injekciju“ i profesionalni menadžment mogu uspešno restrukturirati i kasnije prodati uz potencijalno visoku zaradu za investitore.

Nakon decenije zakašnjenja u odnosu na zemlje u našem regionu, 2006. godine je usvojen i krajem godine stupio na snagu Zakon o investicionim fondovima. S obzirom da su investicioni fondovi na tržištima kapitala u susednim zemljama ostvarivali odlične rezultate, za razvoj domicilnog tržišta kapitala bi takođe bilo mnogo bolje da je Zakon ranije stupio na snagu, a naročito pre ulaganja kapitala prvih „*venture*“ fondova.

Prema našem Zakonu, predviđa se mogućnost poslovanja tri vrste fondova: otvorenih (koji se organizuju), zatvorenih (koji se osnivaju) i privatnih fondova. Za otvorene i zatvorene fondove minimalni novčani iznos osnovnog kapitala je 200.000 €, a za privatne fondove 50.000 € (u dinarskoj protivvrednosti na dan uplate). Predviđen je širok dijapazon finansijskih instrumenata u koje se može ulagati imovina fonda. Definisani su gornji limiti ulaganja u pojedine tipove hartija od vrednosti jednog emitenta, troškovi i prihodi koje fond ostvaruje u svom poslovanju, način upravljanja fondovima, obaveza objavljivanja prospekta i minimum njegove informativne sadržine, kao i sva druga pitanja kojima se zakonski uređuje ova relativno nova oblast. Predviđeno je poslovanje sledećih tipova investicionih fondova: a) fondovi rasta vrednosti imovine, b) fondovi prihoda, c) balansirani fondovi i d) fondovi očuvanja vrednosti imovine.

Prvi otvoreni investicioni fond u Srbiji je osnovan februara 2007. godine, i to balansirani fond, a svi ostali su fondovi rasta vrednosti imovine. Vrednost imovine ovih fondova na dan 25.06.2008. godine je 3,5 milijarde dinara ili blizu 45 miliona evra. U prvim mesecima poslovanja investicione jedinice većine fondova su dostigle cenu za 30 % do 40 % veću od početne. Uskoro počinju da posluju i dva zatvorena investiciona fonda, a u drugoj polovini godine se očekuje početak poslovanja zatvorenog fonda koji će ulagati u nekretnine. Zatvoreni fondovi prikupljaju sredstva putem javne prodaje akcija, ulažu dugoročno i uglavnom su profitabilniji od otvorenih fondova, ali su istovremeno početna ulaganja u zatvorene fondove mnogo veća (akcije imaju mnogo višu cenu) i investitori treba da

imaju određena predznanja o investicionoj logici ovih fondova. Sa porastom broja zatvorenih fondova, Beogradska berza planira da organizuje poseban segment kotacije. Poznato je da su otvoreni fondovi mnogo pristupačniji većem broju sitnih investitora koji raspolazu manjim iznosima kapitala slobodnog za plasman putem investicionog fonda. I kod otvorenih i kod zatvorenih fondova investitorima se savetuje ulaganje na minimum 3 do 5 godina, jer se tek u dužem periodu mogu osetiti prednosti ulaganja u investicione fondove i anulirati berzanske oscilacije koje se reflektuju na performanse fondova. Sve veći broj investicionih fondova je pokazatelj pozitivnog trenda na domicilnom finansijskom tržištu, što se odražava na povećanje raznovrsnosti investicionih mogućnosti, gde će svaki vlasnik kapitala moći da pronađe investicioni fond u skladu sa svojim investicionim ciljevima i tolerancijom rizika. Na finansijskom tržištu Srbije dozvolu za osnivanje i poslovanje je dobilo i nekoliko fondova iz Hrvatske i Slovenije, tako da se očekuje još veća zainteresovanost investicionih fondova iz razvijanih zemalja u regionu za ulaganje na domicilnom finansijskom tržištu.



**Slika 1:** Učešće pojedinih investicionih fondova na finansijskom tržištu Srbije na dan 25.06.2008. godine

Na slici br. 1 se može videti da od ukupno uloženi sredstava u investicione fondove, po ¼ pripadaju fondovima koji su među prvi osnovani i počeli da posluju na našem finansijskom tržištu, a to su jedan balansirani fond („Delta Plus“) i jedan fond rasta vrednosti imovine („Fima Proactive“). Svi ostali fondovi su nešto kasnije osnovani i imaju manje tržišno učešće. U Srbiji kao i u zemljama u regionu (pre desetak godina) banke prednjače u osnivanju investicionih fondova, što je odraz rastuće zainteresovanosti banaka za investiciono bankarstvo i njihov odgovor na pojačanu konkurenciju koja dolazi od strane institucionalnih investitora. Evidentna je sve veća zainteresovanost građana za usmeravanje štednje ka investicionim fondovima i drugim institucionalnim investitorima zbog većih pri-

nosa u odnosu na klasično oročavanje sredstava kod banaka (prosečni prinosi investicionih fondova se kreću od 8 do 15 %).

### 2.3 Investicioni fondovi kao dugoročni izvor finansiranja domicilnih preduzeća

Problem je što je naše tržište kapitala vrlo „plitko“, tj. nema adekvatne ponude finansijskih instrumenata u koje bi ulagali investicioni fondovi, ali i drugi institucionalni investitori. Kvalitet ponude hartija od vrednosti bi se drastično popravio izlaskom na berzu javnih preduzeća iz oblasti telekomunikacija, elektroprivrede, naftne industrije, s obzirom da se njihove akcije tretiraju kao veoma kvalitetne, a poznate su kao „blue chip“ (plavi žeton). Trenutno je na tržištu kapitala nedovoljan broj firmi koje su interesantne investicionim fondovima i ukoliko se situacija ne bude razvijala u tom smeru, mogući scenario bi mogao biti da investicioni fondovi prikupljaju kapital na domicilnom tržištu, a plasiraju isti na tržištima kapitala u inostranstvu. Ovakav ishod nikako ne bi odgovarao razvoju domaće privrede, s obzirom da investicioni fondovi mogu biti veoma izdašan dugoročni izvor finansiranja preduzeća.

Kamatne stope na bankarske kredite u Srbiji su znatno više od prosečnih kamatnih stopa u zemljama u regionu. Jedan od razloga je visok rizik zemlje i nizak kreditni rejting, zbog čega domicilne banke pod nepovoljnijim uslovima pozajmljuju kapital na svetskom tržištu. Drugi razlog je restriktivna monetarna politika centralne banke, kojom pokušava da obuzda inflaciju i smanji kreditnu ekspanziju, putem povećanja efektivne kamatne stope, stope obavezne rezerve na devizne depozite i drugim instrumentima. Ovome treba takođe dodati i bankarske marže, što sve zajedno uslovljava visoku cenu zaduživanja i veliko opterećenje za preduzeća. Sa jačanjem konkurencije među bankama i značajnijom ulogom institucionalnih investitora (investicionih, penzionih i osiguravajućih fondova) na finansijskom tržištu Srbije može se očekivati smanjenje cene zaduživanja. Međutim sve to treba posmatrati u kontekstu dešavanja na globalnom tržištu i postojanja makroekonomske (ne)stabilnosti u Srbiji. Na primer, već nekoliko meseci na tržištu SAD je izražena hipotekarna kriza, uz mogućnost recesije, što je u velikoj meri umanjilo ponudu kapitala.

Preduzeća još uvek oklevaju i nemaju dovoljno saznanja po pitanju realizacije inicijalne javne ponude akcija (IPO – *Initial Public Offer*, eng.), iako to može biti najjeftiniji i veoma efikasan način finansiranja razvoja preduzeća. Iako je Komisija za hartije od vrednosti spremna za inicijalne javne ponude akcija, još

uvek nema dovoljno interesa naših preduzeća. Inicijalna javna ponuda predstavlja prvo pojavljivanje akcija na finansijskom tržištu, i to na primarnom. Na taj način preduzeće nudi svoje akcije širokom krugu potencijalnih investitora i stiče kapital neophodan za finansiranje razvoja poslovanja. Ako bi se domicilna preduzeća češće opredeljivala za inicijalnu javnu ponudu akcija, u krugu investitora bi se sve češće nalazili i veliki institucionalni investitori, kao na primer investicioni fondovi, koji bi na taj način plasirali kapital prikupljen prodajom investicionih jedinica fonda.

Investicioni fondovi, kao i drugi institucionalni investitori, mogu uticati na razvoj malih i srednjih preduzeća (MSP) tako što će učestvovati u dugoročnim izvorima finansiranja preduzeća, u svojstvu većinskog ili manjinskog vlasnika, na ograničeni ili neograničen vremenski rok. To bi doprinelo povećanju efikasnosti preduzeća, utemeljenju postojeće tržišne pozicije, kao i osvajanju novih tržišnih segmenata, poboljšanju kvaliteta proizvoda i usluga, i finansiranju novih razvojnih poduhvata. Važno je da postoji zajednički interes na relaciji menadžment fonda i menadžment kompanije, a to je pre svega profit. Dodatni motiv može biti sektorski ili regionalni privredni razvoj. Odluku o učešću u kapitalu MSP fondovi će prvenstveno doneti na osnovu finansijskih izveštaja, planova i projekcija, na osnovu prospekata, a preduzeća treba da se potruže da transparentnim poslovanjem i kontinuiranim poboljšanjem rezultata poslovanja privuku investicione fondove, kao kvalitetne dugoročne izvore finansiranja. Dodatni podsticaj zainteresovanosti investicionih fondova za ulaganje u preduzeća će biti i završetak procesa privatizacije, kada će jasno definisana vlasnička struktura, profitno poslovanje, poslovni ciljevi i razvojna orijentacija preduzeća biti faktori na osnovu kojih će se investicioni fondovi odlučiti za ulaganje u konkretna preduzeća. Sve ovo treba posmatrati u kontekstu rastuće zaduženosti preduzeća u Srbiji, pa je tako dug domaćih preduzeća samo u prvom kvartalu ove godine povećan za 10 % i dostigao je ukupan iznos od 8,5 milijardi evra, dok je neto zaduženje u pomenutom periodu takođe uvećano u poređenju sa prethodnom godinom i dostiglo je iznos od 525 miliona evra. Zbog sve težeg servisiranja dugova i sa aspekta države i sa aspekta preduzeća treba se više opredeljavati za alternativne izvore kapitala, u odnosu na klasično bankarsko kreditiranje.

U Srbiji se nedavno pojavio i SEAF fond (Small Enterprise Assistance Fund), tj. fond za pomoć malim preduzećima. SEAF fond obezbeđuje kapital i operativnu podršku preduzećima koja ne mogu da pristupe tradicionalnim izvorima kapitala, a posluju na tržišti-

ma koja se tek razvijaju. SEAF takođe omogućuje i povezivanje odabranog preduzeća na globalnom nivou i jačanje njegovog kredibiliteta, čime se ubrzava razvoj i profitabilnost istog. Iako investiranjem u odabrano preduzeće SEAF postaje suvlasnik istog, prednost za preduzeće je što nema visokih troškova zaduživanja (kao kod tradicionalnih bankarskih kredita) i ugrožavanja likvidnosti. Nakon nekoliko godina fond prodaje svoje učešće i povlači se iz vlasničke strukture, ostvarujući više stope prinosa, u skladu sa preuzetim rizikom. Pojava više ovakvih fondova mogla bi biti veoma korisna za brojna mala ili tek osnovana preduzeća koja imaju solidan razvojni potencijal, jedinstven proizvod ili uslugu, i istovremeno im nedostaje kapital, menadžersko iskustvo i kontakti za lakši nastup na inostranom tržištu.

#### **2.4 Uslovi za značajniju ulogu investicionih fondova na finansijskom tržištu Srbije**

U cilju razvoja tržišta kapitala i povećanja kvaliteta i kvantiteta ponude i tražnje finansijskih instrumenata, nužno je korporativno upravljanje podići na viši nivo. Transparentnost u poslovanju ne znači samo objavljivanje finansijskih izveštaja u sredstvima informisanja ili putem interneta. To podrazumeva stalno obaveštavanje svih sadašnjih i potencijalnih akcionara (suvlasnika) kompanije o svim događajima relevantnim za poslovanje preduzeća i njegove rezultate. Srednja i velika preduzeća (kod nas), takođe imaju i obavezu revizije finansijskih izveštaja. Većina aktivnosti koje podrazumeva korporativno upravljanje su ujedno i uslovi za uključivanje neke kompanije na A listing Beogradske berze. Kompanije koje su uključene na berzu samo po osnovu zakonskih odredbi, najčešće u strahu od konkurencije još uvek prikrivaju svoje poslovanje. Pri tome nema nikakvih izveštaja o poslovanju tih kompanija, te se investicioni fondovi neće opredeliti za investiranje u takve kompanije. Od ukupnog broja novopriključenih akcija očekuje se samo manji broj tržišno aktivnih hartija od vrednosti. U velikim uspešnim kompanijama koje su ranije privatizovane (pivare, mlekare, cementare, i sl.) većinsko vlasništvo se u nekima od njih kreće i do 90% od ukupnog kapitala, što umanjuje mogućnost da će ovi tzv. „blue chip“-ovi u skorije vreme budu predmet sekundarne trgovine. Ovakvo stanje se odražava i na poslovanje i strukturu portfelja investicionih fondova, koji iako zainteresovani za ulaganje u kvalitetne hartije od vrednosti, neće susresti adekvatnu ponudu. Činjenica je da nedostatak kvalitetnog tržišnog materijala i dalje ostaje krucijalni problem i ograničavajući faktor razvoja domicilnog tržišta kapitala. Izvesno je, da će uključivanje novih kompanija na vanberzansko tržište mnogo više doprineti kvantitetu nego kvalitetu

tržišne ponude, što može usporiti tempo razvoja domicilnih investicionih fondova.

Da bi akcije neke kompanije bile uključene na A listing Beogradske berze, kompanija treba da posluje najmanje 3 godine, da ima minimalni iznos kapitala od 10 miliona €, da je izvršena revizija finansijskih izveštaja u skladu sa MRS uz pozitivno mišljenje bez rezerve, da je minimum 25 % od ukupno emitovanih akcija u „slobodnom“ prometu, i da se isplaćuju dividende vlasnicima prioriternih akcija. Do maja 2008. godine, samo tri domaće kompanije se nalazi na A listingu berze ili u BELEX BEST indeksu. Posmatrano sa aspekta tržišta kapitala, društva i nacionalne ekonomije, što više kompanija ispuni uslove za uključivanje na berzanski listing, tržište će postati sigurnije, pouzdanije i atraktivnije mesto za domaće i strane investitore. Berzanski indeks BELEX15 čine akcije 15 najlikvidnijih domaćih kompanija i banaka čijim se akcijama najviše trgovalo.

Međutim zbog nestabilne političke situacije i neizvesnosti oko daljeg pravca razvoja Srbije, strani investitori sa rezervom pristupaju investiranju u domaće hartije od vrednosti. U prethodnih godinu dana učešće stranih investitora u ukupnom prometu i u kupoprodajnim transakcijama sa akcijama, je iznosilo oko 40 %, a jedino se u aprilu njihovo učešće kretalo oko 80 %, da bi u maju ponovo drastično palo njihovo učešće na oko 35 %. Berzanski indeksi su već duži period u padu, što se direktno odražava i na pad vrednosti investicionih jedinica fondova. U takvim uslovima, nakon odličnih početnih rezultata rada fondova i rastuće zainteresovanosti vlasnika kapitala za ulaganje putem novih finansijskih intermedijatora na finansijskom tržištu Srbije, vrlo je teško motivisati potencijalne investitore da ulažu u fondove. Od momenta raspisivanja parlamentarnih izbora u Srbiji, berzanski indeksi su bili u konstantnom padu, a vrednosti investicionih jedinica svih fondova su pale ispod njihove početne nominalne vrednosti. Preporuka investitorima je da ulažu u fondove na duži period (od nekoliko godina) da bi se neutralisali gubici, i ostvarili prinosi iznad prinosa na oročenu štednju kod banaka, na primer. Evidentno je da je stanovništvo u Srbiji finansijski suficitarno, jer je tokom 2002. godine konvertovano oko 8 milijardi nemačkih maraka (DM) u novu valutu evro (€). Takođe, nova devizna štednja građana iznosi preko 3 milijarde evra, što znači da postoji slobodan, usitnjen kapital koji treba mobilisati putem investicionih fondova.

U cilju povećanja kvantiteta i kvaliteta ponude na tržištu kapitala bilo bi veoma korisno kada bi gradovi, opštine ili država emitovali niskorizične dužničke hartije od vrednosti, u svetu poznate kao municipalne obveznice („*muni's*“), čime bi manje zavisili od klasičnih izvora finansiranja (iz budžeta ili bankarskih kredita). Ovo se naročito preporučuje, ako se ima u vidu konstantni budžetski deficit i još uvek vrlo skupi dugoročni bankarski izvori.

### 3. ZAKLJUČAK

Fondovi će najbolje opravdati svoj dolazak na finansijsko tržište i prihvatiti ukazano poverenje, ako omogućće vlasnicima investicionih jedinica da ostvare stopu prinosa iznad kamatne stope na oročena sredstva kod banaka. Mogućnost za veću zaradu, uz relativno prihvatljiv rizik je sigurno sredstvo za privlačenje novih investitora i sve većeg kapitala u fondove. Treba naglasiti, da se na finansijskim tržištima u regionu gde su investicioni fondovi prisutni već određeni broj godina, stopa prinosa kreće između 20 % i 30 % na godišnjem nivou, što je nekoliko puta više od prosečne godišnje kamatne stope na oročena sredstva kod poslovnih banaka.

Što više investicionih fondova na domicilnom finansijskom tržištu i što više prikupljenog kapitala, omogućće da investicioni fondovi u skladu sa svojim investicionim ciljevima ulažu u različite sektore, delatnosti, preduzeća koja su se već dokazala svojim poslovanjem ili koja će se tek razvijati. Na ovaj način investicioni fondovi, kao veliki institucionalni investitori postaju suvlasnici preduzeća, ali im istovremeno omoguććavaju lakši i jefitniji pristup dugoročnim izvorima sredstava, koji su vrlo često deficitarni. Zbog pojačane konkurencije i preuzimanja klasične funkcije kreditiranja od banaka, investicioni fondovi doprinose povećanju kvaliteta i pojeftinjenju finansijskih usluga i kapitala. Zbog svega navedenog, vrlo je važno da preduzeća svojim profitabilnim, transparentnim poslovanjem, razvojnim potencijalom i kotacijom na berzi postanu atraktivna investicionim fondovima, jer će to sigurno za preduzeća biti lakši put obezbeđenja neophodnog kapitala. Takođe je potrebno da preduzeća budu upoznata sa prednostima inicijalne javne ponude akcija (IPO), kao jefitnog i efikasnog načina pribavljanja potrebnog kapitala i finansiranja razvoja preduzeća. Uz sve pomenuto pretpostavlja se i politička stabilnost u zemlji i regionu i pravac evropskih integracija kao jedan od preduslova za normalno funkcionisanje finansijskog tržišta i svih njegovih učesnika i ostvarenje njihovih uloga na pomenutom tržištu.

## LITERATURA

- [1] Benz, C., Di Teresa, P., Kinnel, R., „*Morningstar Guide to Mutual Funds - 5-star Strategies for Success*“ John Wiley & Sons, Inc. (2003)
- [2] Dugalić, V., Štimac, M., „*Osnove berzanskog poslovanja*“, Beograd, (2006)
- [3] *Investment Company Institute - Fact Book, A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry, 46th edition*, (2006)
- [4] Levy, H. „*Fundamentals of Investments*“, Pearson Education, (2002)
- [5] Malinić, D., „*Finansijsko izveštavanje predu-  
slov aktivnosti finansijskog tržišta*“, 37. Simpozijum Saveza računovođa i revizora Srbije, Zlatibor (2006)
- [6] Van Horne, J., „*Fundamentals of Financial Management – 12th edition*“, Pearson Education, (2004)
- [7] Zakon o investicionim fondovima, Službeni glasnik Republike Srbije br. 46/06
- [8] Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih fin. instrumenata, Sl. glasnik R Srbije br. 46/06
- [9] Šoškić D., „*Hartije od vrednosti: Upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*“, Ekonomski fakultet, Čigoja štampa, Beograd, (2001)