

Aleksandra Krčmar

Komisija za hartije od vrijednosti
Republike Srpske
aleksandra.krcmar@secrs.gov.ba



OPEN-END INVESTMENT FUNDS IN THE REPUBLIC OF SRPSKA FORMED BY MANDATORY TRANSFORMATION OF CLOSED-END INVESTMENT FUNDS

OTVORENI INVESTICIONI FONDOVI U REPUBLICI SRPSKOJ NASTALI OBAVEZNIM PREOBLIKOVANJEM ZATVORENIH INVESTICIONI FONDova

Summary: Open-end investment funds in the Republic of Srpska analyzed in this paper were formed by mandatory transformation of privatization investment funds established in the process of massive voucher privatization of state capital, which took place in two phases. Initially, the privatization investment funds were transformed into closed-end investment funds in 2006, and the latest regulatory changes from 2015 stipulated mandatory transformation of this group of closed-end investment funds into open-end investment funds. The expectations of the above procedure differ significantly. Notwithstanding the fact that there has been a decline in all indicators of the closed-end investment funds' performance in the past period, the expected improvement in the operations of open-end investment funds, in terms of more efficient portfolio management, can be hampered by unfavorable conditions in the capital market of the Republic of Srpska. This paper examines the effects of the transformation of investment funds in the Republic of Srpska and gives an overview of possible directions for their further development

Keywords: open-end investment funds, institutional investors, financial market, regulation

JEL classification: G2, G23, K2

Rezime: Otvoreni investicioni fondovi u Republici Srpskoj koji su predmet istraživanja u ovom radu nastali su obaveznim preoblikovanjem privatizacionih investicionih fondova osnovanih u postupku masovne vaučerske privatizacije državnog kapitala, koji se odvijao u dvije faze. Prvobitno su privatizacioni investicioni fondovi 2006. godine transformisani u zatvorene investicione fondove, a posljednjim izmjenama regulative iz 2015. godine propisano je obavezno preoblikovanje ove grupe zatvorenih investicionih fondova u otvorene investicione fondove. Očekivanja od navedenog postupka znatno se razlikuju. Iako je u proteklom periodu došlo do pada svih pokazatelja uspješnosti zatvorenih investicionih fondova, očekivano unapređenje poslovanja otvorenih investicionih fondova u smislu efikasnijeg upravljanja portfeljom može biti otežano usljed nepovoljnih uslova na tržištu kapitala Republike Srpske. Ovaj rad istražuje dosadašnje efekte preoblikovanja investicionih fondova u Republici Srpskoj i daje pregled mogućih pravaca njihovog daljeg razvoja.

Ključne riječi: otvoreni investicioni fondovi, institucionalni investitori, finansijsko tržište, regulativa

JEL klasifikacija: G2, G23, K2

UVOD

Zatvoreni investicioni fondovi u Republici Srpskoj su u proteklom periodu zabilježili značajno pogoršanje performansi. Smanjenje neto vrijednosti njihove imovine pratio je gubitak povjerenja investicione javnosti, te se, u cilju poboljšanja opštih uslova i načina poslovanja domaćih investicionih fondova, moralo pristupiti korjenitim promjenama. Jedna od njih se odnosila na obavezno preoblikovanje zatvorenih investicionih fondova u otvorene.

Očekivanja regulatora od postupka preoblikovanja kretala su se u pravcu povećanja zaštite investitora (prvenstveno malih akcionara koji su ulagali vaučere u investicione fondove u procesu privatizacije), postizanja veće efikasnosti u upravljanju portfeljima investicionih fondova i privlačenja novih ulagača. Sa druge strane, pomenuti proces je izazvao i brojne rizike i neizvjesnosti koji se u svojoj suštini odnose na (ne)moгуćnost efikasnog funkcionisanja otvorenih investicionih fondova u uslovima niske likvidnosti tržišta kapitala.

Ovaj rad se bavi istraživanjem razloga,

načina i dosadašnjih efekata obaveznog preoblikovanja zatvorenih investicionih fondova u otvorene, kao i mogućnosti njihovog daljeg razvoja.

Cilj rada je da se utvrdi da li otvoreni investicioni fondovi u Republici Srpskoj imaju perspektivu i na koji način se može poboljšati njihovo poslovanje.

Istraživanje polazi od početne hipoteze koja glasi: preoblikovanje investicionih fondova iz zatvorenih u otvorene dalo je pozitivne rezultate za investitore i stvorilo dobre pretpostavke za dalji razvoj investicionih fondova i tržišta kapitala Republike Srpske. U cilju dokazivanja ili odbacivanja početne hipoteze, sprovedene su aktivnosti na prikupljanju i obradi podataka čiji su osnovni izvori stručni i naučni radovi iz oblasti investicionih fondova, jedinstveni veb-portal tržišta kapitala Republike Srpske, regulativa iz oblasti tržišta kapitala i investicionih fondova, te izvještaji društava za upravljanje investicionim fondovima i regulatornih organa bankarskog sektora i sektora osiguranja Republike Srpske.

1. OTVORENI INVESTICIONI FONDOVI U SVIJETU

Uporedo s razvojem finansijskih tržišta i nastankom novih finansijskih instrumenata, dolazi i do snažnog rasta globalnog sektora investicionih fondova. Savremeni trendovi u ovom sektoru podrazumijevaju da se tokovi novca pomjeraju od klasičnih otvorenih investicionih fondova prema alternativnim: pasivna investiciona politika i likvidni alternativni investicioni fondovi postaju sve popularniji u razvijenim zemljama (Sushko &

Turner, 2018; Anadu, Kruttli, McCabe, Osambela & Shin Hee, 2018).

Hipoteza o efikasnom tržištu polazi od pretpostavke da cijene hartija od vrijednosti u potpunosti odražavaju sve dostupne informacije, zbog čega nije moguće ostvariti natprosječne prinose u trgovanju (Živković & Šoškić, 2011). Ovo se naročito odnosi na tržišta kapitala s velikim brojem učesnika koji svojim procjenama hartija od

vrijednosti doprinose njihovom adekvatnom vrednovanju. Jedna od najpopularnijih vrsta pasivno upravljanih investicionih fondova su investicioni fondovi kojima se trguje na berzi (engl. *Exchange Traded Funds - ETF*). ETF je investicioni fond koji ima karakteristike i otvorenog i zatvorenog investicionog fonda. ETF nema fiksni, jednokratno emitovan broj udjela, nego vrši svakodnevne emisije dodatnih ili otkup postojećih udjela u vlasništvu investitora. Istovremeno, udjelima ETF se trguje na organizovanom tržištu (berzi) kao i bilo kojom drugom akcijom, po cijeni koju definiše odnos ponude i tražnje (Madhavan, 2014). Danas se sve češće osnivaju ETF-ovi s kombinovanom strategijom pasivnog i aktivnog upravljanja poput *Smart Beta ETF* i *Alpha-Seeking ETF* (Clift, 2016; Fidelity Learning Center, n.d.).

Pored rasta popularnosti pasivno upravljanih investicionih fondova, savremeni trendovi u ovoj oblasti podrazumijevaju i sve veća ulaganja u alternativne investicione fondove, poput hedž fondova koji prate raznolike i, u pojedinim slučajevima, visokospecijalizovane investicione strategije (Meier, 2012).

Situacija je nešto drugačija na tržištima u razvoju. Naime, Kremnitzer (2012) nalazi da su na ovim tržištima uspješniji aktivno upravljani investicioni fondovi zbog postojanja većih arbitražnih mogućnosti izazvanih nedovoljnom efikasnošću tržišta. Sa druge strane, zastupljenost alternativnih investicionih opcija poput hedž fondova nije velika iz razloga što je prodaja na kratko i upotreba finansijskih derivata na ovim tržištima u znatnoj mjeri ograničena (Eling & Faust, 2010).

Razlike između sektora investicionih fondova na razvijenim tržištima i tržištima u razvoju uslovljene su brojnim faktorima. Istraživanja pokazuju da je za uspjeh otvorenih investicionih fondova na tržištima u razvoju važan nivo razvijenosti konkretne države, snažan pravosudni sistem i zaštita investitora (Ferreira, Keswani,

Miguel & Ramos, 2013), kao i stabilno tržište kapitala koje podrazumijeva povjerenje javnosti i veliku ponudu hartija od vrijednosti (Klapper, Sulla & Vitas, 2004). Lemesko i Rejnuš (2015) potvrđuju značaj prethodno navednog, te, fokusirajući se na zemlje centralne i istočne Evrope, iznose tvrdnju da veličina njihovih sektora investicionih fondova pozitivno reaguje na povećanje otvorenosti zemalja u smislu trgovine i priliva kapitala, razvoj i stabilnost lokalnih finansijskih tržišta, te kvalitetnije upravljanje aktivom i regulatorni okvir.

Sa aspekta pretežne vrste ulaganja, u anglo-američkim zemljama dominiraju akciski fondovi, dok su u zemljama kontinentalne Evrope i zemljama sa srednje visokim dohotkom zastupljeniji obveznički fondovi (Klapper et al., 2004). Ovo se može povezati s činjenicom da je u zemljama u razvoju često bolje razvijeno tržište hartija od vrijednosti s fiksnim prinosom u odnosu na hartije od vrijednosti s varijabilnim prinosom (Karacadağ, Sundararajan & Elliott, 2016).

Sa aspekta organizacije, na globalnom nivou su zastupljeniji otvoreni investicioni fondovi u odnosu na zatvorene. Prema podacima Instituta za investicione fondove (Investment Company Institute, ICI) za 2017. godinu, 83% neto vrijednosti imovine svih fondova registrovanih u SAD odnosilo se na otvorene investicione fondove, 15% na ETF-ove, a 1,2% na zatvorene investicione fondove (ICI, 2018). Razlozi za to mogu se tražiti u većim pravima investitora u otvorene investicione fondove. Naime, društva za upravljanje ovim fondovima ne mogu iskoristiti pozitivne strane snažne tražnje za udjelima konkretnog fonda, a da ne snose negativne posljedice slabe tražnje, odnosno odliv sredstava iz fonda (Wu, Wermers & Zechner, 2016). Kod zatvorenih investicionih fondova situacija je znatno drugačija. Akcionari ovih fondova nemaju efikasan mehanizam kažnjavanja loših performansi društva za upravljanje, jer je njihova mogućnost

izlaska iz fonda uslovljena postojećim stanjem na berzi.

Novčani tokovi u otvorenim investicionim fondovima predmet su brojnih istraživanja (Christoffersen, Musto & Wermers, 2014). Dangel, Wu & Zechner (2008) su pokazali da oni imaju mnogo veći značaj za otvorene nego za zatvorene fondove, s obzirom na to da tražnja za njihovim akcijama, koja utiče na tržišnu cijenu, ipak ne utiče na naknade za upravljanje i druge troškove.

U novije vrijeme razvile su se različite strukture investicionih fondova koje omogućavaju ostvarivanje prednosti ekonomije obima (World Bank, 2015). Struktura krovnih investicionih fondova (engl. *Umbrella Funds*) podrazumijeva postojanje glavnog investicionog fonda s nekoliko potfondova koji se prilagođavaju potrebama različitih vrsta investitora. Svi potfondovi imaju isto društvo za upravljanje, depozitara i glavni fond, dok se njihove investicione politike i ciljevi ulaganja međusobno razlikuju. Portfeljima svakog od potfondova se odvojeno upravlja. Pojedinačni fond ili potfond može da ostvari ekonomiju obima ukoliko mu regulativa dozvoli da emituje različite

klase akcija ili udjela, svaku sa različitom strukturom troškova i eventualno svaku denominiranu u različitim valutama kako bi fond bio dostupniji većem broju investitora (engl. „*Multishare (Unit) Class*” structure). Struktura „glavni/napajajući fond” (engl. „*Master/Feeder*” structure) podrazumijeva postojanje napajajućih investicionih fondova koji ulažu samo (ili pretežno) u udjele glavnog investicionog fonda, dok se diverzifikacija postiže na nivou glavnog fonda, koji ulaže u širok spektar finansijskih instrumenata u skladu s unaprijed definisanom investicionom strategijom i investicionim ciljevima. Bez obzira na vrstu i način organizacije investicionih fondova, postoje internet platforme koje obezbjeđuju njihov zajednički prikaz u cilju pružanja veće količine informacija investitorima i olakšavanja kupovine udjela fondova kojima upravljaju različita društva za upravljanje. Ove platforme se nazivaju supermarketi fondova (engl. *Fund Supermarkets*). Supermarketi fondova omogućavaju *on-line* kupovinu udjela, jednostavno poređenje performansi različitih investicionih fondova, kao i niže troškove transakcija i pristupa informacijama.

2. NASTANAK I RAZVOJ INVESTICIONIH FONDOVA U REPUBLICI SRPSKOJ

Nastanak investicionih fondova u Republici Srpskoj neraskidivo je vezan za proces privatizacije državnog kapitala. U toku privatizacije u Republici Srpskoj osnovano je 13 privatizacionih investicionih fondova kojima je upravljalo 13 društava za upravljanje. Osnovni cilj privatizacionih investicionih

fondova bio je da prikupljanjem vaučera i njihovim ulaganjem u preduzeća dovedu do minimizacije i disperzije rizika investitora, uz pružanje podrške cjelokupnom procesu privatizacije u Republici Srpskoj. Iako savremeni investicioni fondovi češće koriste tzv. *exit* nego tzv. *voice* strategiju¹, domaći

¹ „Exit” strategija podrazumijeva da investicioni fond, ukoliko nije zadovoljan načinom upravljanja određenim emitentom, iz tog emitenta izlazi, odnosno prodaje vlasničko učešće u njemu. Sa druge strane, „voice” strategija podrazumijeva da će predstavnici investicionog fonda pokušati uticati na donošenje odluka u samom emitentu putem glasanja na skupštini akcionara ili učestvovanja u radu organa uprave.

privatizacioni investicioni fondovi su u znatnoj mjeri koristili pravo da utiču na poslovne odluke emitenata iz portfelja.

Kao i u većini drugih zemalja koje su prošle kroz proces tranzicije, privatizacioni investicioni fondovi u Republici Srpskoj nisu ispunili očekivanja. Razlozi tome mogu se tražiti u činjenici da inicijalni investitori u ove fondove nisu bili poučeni ulagači koji su smisleno nastojali da iskoriste prednosti profesionalnog upravljanja dobro diverzifikovanim portfeljom, nego građani Republike Srpske, koji su besplatne vaučere često

ulagali ne vodeći se isključivo ekonomskim principima.

U septembru 2006. godine stupio je na snagu Zakon o investicionim fondovima² kojim su svi privatizacioni investicioni fondovi preoblikovani u zatvorene investicione fondove. Njihove akcije uvrštene su na posebnu kotaciju, odnosno segment službenog berzanskog tržišta Banja lučke berze.

Kretanje cijena akcija zatvorenih investicionih fondova prikazano je indeksom investicionih fondova Republike Srpske (FIRS)³:



Grafikon 1. Kretanje indeksa investicionih fondova Republike Srpske (FIRS) u periodu 2010-2016. godine

Izvor: Banja lučka berza

Sa prethodnog grafikona je vidljivo da se cijene akcija zatvorenih investicionih fondova u posmatranom periodu nisu značajnije promijenile; prisutne su bile samo ciklične fluktuacije po godinama. Ovakva situacija se

djelimično mogla i očekivati, s obzirom na to da većih promjena nije bilo ni u strukturi i kvalitetu imovine posmatranih fondova, zbog čega investitori nisu bili zainteresovani za ulaganje u njihove akcije.

² Službeni glasnik Republike Srpske, broj 92/06.

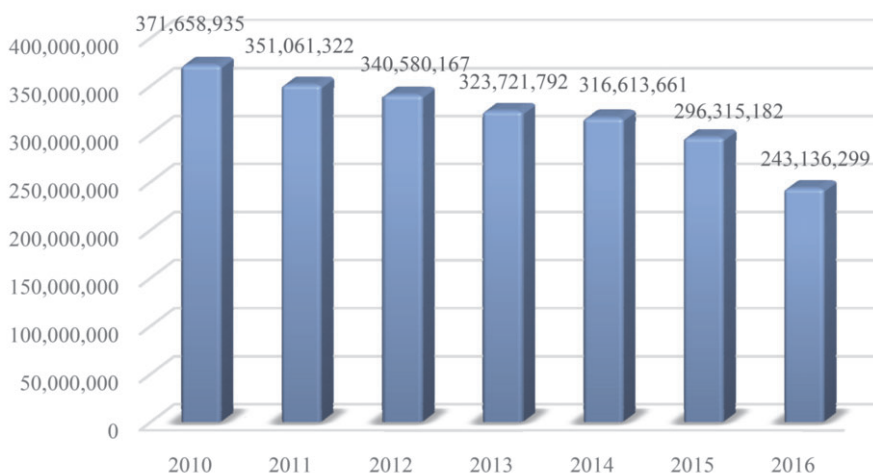
³ Napomena: u narednim analizama korišteni su podaci od 2010. godine, kako bi se iz razmatranja isključili efekti finansijske krize, a zaključno sa 2016. godinom, odnosno prije prvih prenosa imovine na otvorene investicione fondove, kako bi se obezbijedila uporedivost podataka.

Percepciju vrijednosti akcija investicionih fondova od strane investitora dobro prikazuje odnos cijene i neto vrijednosti imovine po akciji određenog fonda, odnosno diskont uz koji se trguje njegovim akcijama. Prosječan diskont u trgovanju akcijama zatvorenih investicionih fondova u periodu od 2010. do 2016. godine iznosio je 52%, što znači da je neto vrijednost imovine po akciji bila oko dva puta veća od tržišne cijene akcija. Prema nekim istraživanjima (Wu et al., 2016) prosječan diskont u trgovanju akcijama zatvorenih investicionih fondova na razvijenim tržištima iznosi 4,9%!

Iako je postojanje diskonta uobičajeno za zatvorene investicione fondove (za razliku od

drugih vrsta fondova poput ETF, kod kojih arbitražne mogućnosti utiču na izjednačavanje NVI i tržišne cijene), ovako visoke vrijednosti istih ukazale su na to da bi akcionari zatvorenih investicionih fondova mogli da dobiju znatno veću vrijednost prodajom svojih udjela po neto vrijednosti imovine, nego prodajom akcija na berzi, što predstavlja osnovni koncept na kome se zasnivaju otvoreni investicioni fondovi.

Promjena neto vrijednosti imovine, odnosno prinos investicionog fonda, pokazuje nivo efikasnosti upravljanja portfeljom određenog investicionog fonda od strane društva za upravljanje.



Grafikon 2. Kretanje neto vrijednosti imovine zatvorenih investicionih fondova u Republici Srpskoj

Izvor: Komisija za hartije od vrijednosti RS

Neto vrijednost imovine zatvorenih investicionih fondova u cijelom posmatranom periodu imala je trend pada, te se smanjila sa 371.658.935 KM koliko je iznosila 2010. godine na 243.136.299 KM u 2016. godini, odnosno za ukupno 35%.

Društva za upravljanje su se u svom poslovanju

oslanjala na stabilne i visoke prihode po osnovu naknade za upravljanje od maksimalno 3,5% NVI i nisu bila ekonomski motivisana da sprovede efikasniju investicionu politiku. Za posmatranih sedam godina društva za upravljanje su po ovom osnovu naplatila ukupno 62.601.469 KM.

Iz prethodno navedenog može se zaključiti da je trend smanjenja neto vrijednosti imovine svih fondova, zajedno sa slabom zainteresovanošću za trgovanje njihovim akcijama, nepovoljnom tržišnom percepcijom i visokim naknadama za

upravljanje, doveo do situacije koja na dugi rok nije bila održiva i koja bi vremenom uzrokovala trajni gubitak povjerenja investicione javnosti u ovaj segment domaćeg finansijskog sistema.

3. OBAVEZNO PREOBLIKOVANJE ZATVORENIH INVESTICIONIH FONDOVA U OTVORENE

Stupanjem na snagu Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o investicionim fondovima u oktobru 2015. godine stvorene su pretpostavke za nastanak suštinskih promjena u sektoru investicionih fondova u Republici Srpskoj. Ove promjene su se prvenstveno odnosile na obavezno preoblikovanje zatvorenih investicionih fondova nastalih u procesu privatizacije u otvorene investicione fondove. Pored toga, izmjenama ovog zakona promijenjen je način obračuna troškova koji se knjiže na teret zatvorenog investicionog fonda sa

javnom ponudom, preciznije su definisane vrste investicionih fondova sa aspekta pretežnog ulaganja, promijenjena su ograničenja ulaganja investicionih fondova, a propisano je i privremeno uvrštenje udjela otvorenih fondova nastalih preoblikovanjem na berzu ili drugo uređeno javno tržište.

Svi zatvoreni investicioni fondovi su do kraja 2018. godine uspješno preoblikovani u otvorene, a njihovi akcionari su nakon preoblikovanja postali vlasnici udjela novoosnovanih otvorenih investicionih fondova.

R. br.	Zatvoreni investicioni fond	Oznaka ZIF	Otvoreni investicioni fond	Oznaka OIF
1.	ZIF BLB-profit a.d. Banja Luka	BLBP-R-A	OAIF Profit Plus	PPLP-U-A
2.	ZIF Bors invest fond a.d. Banja Luka	BRSP-R-A	OAIF Bors invest fond	BOSP-U-A
3.	ZIF Balkan Investment fond a.d. Banja Luka	BLKP-R-A	OMIF Balkan Invest	BAIP-U-A
4.	ZIF VB fond a.d. Banja Luka	VBIP-R-A	OMIF VB fond	VEBP-U-A
5.	ZIF Aktiva invest fond a.d. Banja Luka	EKVP-R-A	OAIF Aktiva invest fond	AIVP-U-A
6.	ZIF VIB a.d. Banja Luka	VIBP-R-A	OAIF VIB fond	VBOP-U-A

R. br.	Zatvoreni investicioni fond	Oznaka ZIF	Otvoreni investicioni fond	Oznaka OIF
7.	ZIF Kristal invest fond a.d. Banja Luka	KRIP-R-A	OAIF Opportunity Fund ONIF Cash Fund	OPTP-U-A CSHP-U-A
8.	ZIF Zepter fond a.d. Banja Luka	ZPTP-R-A	OMIF Future Fund OMIF Maximus Fund ONIF Kristal Cash Plus Fund	FTRP-U-A MMSP-U-A KCPP-U-A
9.	ZIF Polara invest fond a.d. Banja Luka	PLRP-R-A	OAIF Adriatic Balanced OAIF Polara Adriatic Fond	ADBP-U-A PADP-U-A
10.	ZIF Jahorina konseko invest a.d. Pale	JHKP-R-A	OAIF Jahorina Koin	JKIP-U-A
11.	ZIF Privrednik invest a.d. Banja Luka	PRVP-R-A	OMIF Privrednik invest	PRIP-U-A
12.	ZIF Invest nova fond a.d. Bijeljina	INVP-R-A	OMIF Invest nova	INOP-U-A
13.	ZIF Euroinvestment fond a.d. Banja Luka	EINP-R-A	OAIF Euroinvestment fond	EIOP-U-A

Tabela 1. Pregled otvorenih investicionih fondova u Republici Srpskoj koji su nastali obaveznom preoblikovanjem zatvorenih investicionih fondova.

Izvor: Banjalučka berza

Iz prethodne tabele je vidljivo da je od 13 zatvorenih preoblikovanjem nastalo 17 otvorenih investicionih fondova. Najveći broj novoosno-

vanih fondova je akcijski i mješoviti, postoje dva fonda novčanog tržišta, dok obvezničkih fondova još uvijek nema.

1. OTVORENI INVESTICIONI FONDOVI NASTALI OBAVEZNIM PREOBLIKOVANJEM

Jedna od osnovnih karakteristika otvorenih investicionih fondova je dnevni otkup udjela od strane društva za upravljanje. Dnevni otkup udjela propisan je kao obaveza i Zakonom o investicionim fondovima, uz izuzetak koji se odnosi na otvorene investicione fondove nastale preoblikovanjem

zatvorenih. Naime, prodaja i otkup udjela kod ovih fondova se u prvoj i drugoj godini nakon preoblikovanja vrši najmanje jednom godišnje⁴, pri čemu se zahtjevi za prodaju i otkup udjela primaju u periodu koji ne može biti kraći od 15 radnih dana, a koji je najavljen najmanje 15 dana prije početka

⁴ Član 243d. stav 17. Zakona o investicionim fondovima (Službeni glasnik Republike Srpske, br. 92/06 i 82/15).

perioda⁵. Cijena udjela u ovim otvorenim fondovima u prve dvije godine nakon preoblikovanja određuje se na posljednji dan perioda u kojem se primaju zahtjevi za prodaju i otkup⁶, a društva za upravljanje koja njima upravljaju naplaćuju u prvoj godini izlaznu naknadu u visini od 20%, a u drugoj godini 10%⁷.

Do 20.2.2019. godine ukupno osam otvore-

nih investicionih fondova nastalih u postupku obaveznog preoblikovanja imalo je jedno ili više otvaranja. Prvi među njima bili su OMIF Future Fund i OMIF Maximus Fund kojima upravlja DUIF Kristal invest a.d. Banja Luka, a čije je prvo otvaranje bilo u martu 2018. godine.

R. br	Oznaka	Posljednji dan perioda					Vrijednost isplate (KM)
		Broj zahtjeva	% udjela	NVI po udjelu	Diskont	Vrijednost udjela (KM)	
1.	FTRP-U-A						
	1. otvaranje	119	10%	11,34	25%	8.674.419	6.939.536
	2. otvaranje	4	0,002%	11,62	18%	1.825	1.460
2.	MMSP-U-A						
	1. otvaranje	119	10%	4,27	27%	3.304.917	2.643.933
	2. otvaranje	7	0,13%	4,65	18%	41.062	32.850
3.	OPTP-U-A	30	10%	6,05	29%	1.860.686	1.488.549
4.	INOP-U-A						
	1. otvaranje	56	27%	0,14	40% ⁸	5.066.786	4.053.429
	2. otvaranje	24	18%	0,15	20%	2.588.410	2.070.728
5.	BOSP-U-A	25	52%	3,44	24% ⁹	2.267.455	1.813.964
6.	VEBP-U-A	12	18%	4,10	32%	1.111.878	889.503
Ukupno							

Tabela 2. Otvoreni investicioni fondovi u Republici Srpskoj koji su imali otvaranja do 20.2.2019. godine

Izvor: Banjalučka berza, Komisija za hartije od vrijednosti RS i proračuni autora

Tri otvorena investiciona fonda već su uspješno realizovala po dva otkupa udjela: OMIF Future Fund, OMIF Maximus Fund i OMIF Invest nova. U

svim posmatranim slučajevima došlo je do značajnog pada u broju primljenih zahtjeva, kao i vrijednosti isplate vlasnicima udjela u drugom u

⁵ Član 27. Pravilnika o udjelima otvorenog investicionog fonda (Službeni glasnik Republike Srpske, br. 113/16, 40/17, 15/18, 70/18, 99/18 i 101/18).

⁶ Član 159. stav 5. Zakona o investicionim fondovima.

⁷ Član 243d. stav 12. Zakona o investicionim fondovima.

⁸ U odnosu na posljednji dan kada je bilo trgovanja.

⁹ Isto.

odnosu na prvo otvaranje. Tako je, na primjer, u prvom otvaranju podneseno 119 zahtjeva za otkup udjela u OMIF Future Fund i OMIF Maximus Fund, dok je u drugom taj broj iznosio četiri, odnosno sedam, respektivno. Ni kod jednog od posmatranih fondova otkup udjela nije ugrozio njegovu likvidnost.

Najveći broj udjela za koje je podnesen zahtjev za otkup u odnosu na ukupan broj udjela evidentiran je kod OAIF Bors (52%), a ukupna vrijednost ovih zahtjeva iznosila je 2.267.455 KM.

NVI po udjelu predstavlja referentnu vrijednost za otkup udjela. Umanjivanjem ovog iznosa za izlaznu naknadu dobija se vrijednost koja je isplaćena vlasnicima udjela. Od prvog otvaranja do danas vlasnicima udjela svih otvorenih investicionih fondova isplaćeno je ukupno 19.933.951 KM.

Uzimajući u obzir činjenicu da se u prvoj godini

od preoblikovanja naplaćuje izlazna naknada u iznosu od 20%, a da je iz tabele 3. vidljivo da se diskont na posljednji dan perioda u kome se primaju zahtjevi za otkup udjela uglavnom kretao u intervalu 18% - 32%¹⁰ (u poređenju sa prosječnim 52% koliko je iznosio diskont u trgovanju akcijama zatvorenih investicionih fondova), može se zaključiti da je tržište prilično efikasno vrednovalo udjele otvorenih investicionih fondova. Ipak, kod dva investiciona fonda postojala je mogućnost arbitraže kroz kupovinu udjela na berzi, a zatim njihovu prodaju društvu za upravljanje u postupku otkupa udjela.

Pored prava da budu isplaćeni direktno od strane društava za upravljanje, vlasnici udjela u otvorenim investicionim fondovima ostvaruju dodatne prednosti u odnosu na period kada su bili akcionari zatvorenih investicionih fondova i kada je u pitanju trgovanje na berzi.

R.b.	Oznaka ZIF	Posljednja cijena (KM)		Oznaka OIF	Posljednja cijena (KM)		Ukupno	Promjena
1.	BLBP-R-A	1,20	28.06.18	PPLP-U-A	1,37	19.02.19		14%
2.	BRSP-R-A	1,67	11.10.18	BOSP-U-A	2,21	20.02.19		32%
3.	BLKP-R-A	2,60	09.10.18	BAIP-U-A	2,18	18.02.19		-16%
4.	VBIP-R-A	2,20	29.06.18	VEBP-U-A	3,00	12.02.19		36%
5.	EKVP-R-A	4,03	23.10.18	AIVP-U-A	3,35	18.02.19		-17%
6.	VIBP-R-A	3,00	19.07.18	VBOP-U-A				
7.	KRIP-R-A	3,56	27.07.17	OPTP-U-A	5,40	20.02.19	5,42	52%
				CSHP-U-A	0,02	20.02.19		
8.	ZPTP-R-A	9,89	25.07.17	FTRP-U-A	10,40	20.02.19	15,14	53%
				MMSP-U-A	4,15	20.02.19		
				KCPP-U-A	0,59	20.02.19		
9.	PLRP-R-A	3,00	10.04.18	ADBP-U-A	3,00	19.02.19	3,43	14%
				PADP-U-A	0,43	07.02.19		
10.	JHKP-R-A	1,44	08.10.18	JKIP-U-A	1,31	11.02.19		-9%
11.	PRVP-R-A	1,69	10.10.18	PRIP-U-A	1,79	20.02.19		6%
12.	INVP-R-A	0,05	13.10.17	INOP-U-A	0,13	20.02.19		160%
13.	EINP-R-A	6,00	18.10.18	EIOP-U-A	7,91	20.02.19		32%

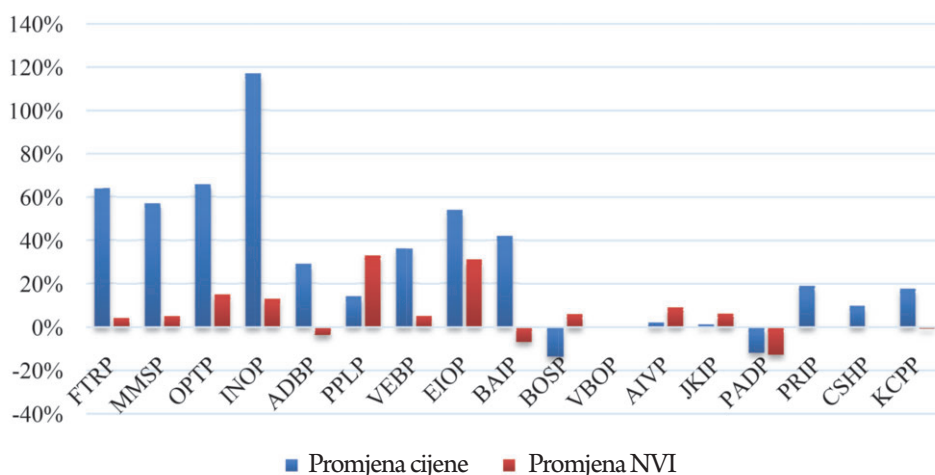
Tabela 3. Tržišne cijene zatvorenih investicionih fondova i otvorenih investicionih fondova koji su nastali od njih

Izvor: Banjalučka berza i proračuni autora

¹⁰ Jedini izuzetak je OAIF Invest nova kod koga je diskont u trgovanju iznosio 40%, ali je već u drugom trgovanju taj diskont smanjen na 20%, što je jednako izlaznoj naknadi koja se naplaćuje prilikom otkupa udjela.

Iz prethodne tabele je vidljivo da je kod većine investicionih fondova došlo do povećanja tržišne vrijednosti nakon obaveznog preoblikovanja. Tako, na primjer, bivši akcionar ZIF Zepter fond a.d. Banja Luka za jednu akciju koja je imala tržišnu cijenu 9,89 KM dobio je po jedan udio u fondovima OMIF Future Fund, OMIF Maximus Fund i ONIF Kristal Cash Plus

Fund¹¹, čija je ukupna vrijednost na dan 20.2.2019. godine iznosila 15,14 KM, što znači da je došlo do rasta vrijednosti njegovog ulaganja za 53%. Najveći rast cijene vidljiv je kod OMIF Invest nova (160%), a najveći pad kod OAIF Aktiva invest fond (-17%). Udjelima samo jednog otvorenog investicionog fonda nije bilo trgovanja nakon preoblikovanja (OAIF VIB).



Grafikon 3. Promjene cijene i NVI otvorenih investicionih fondova od početka trgovanja do 20.2.2019. godine

Izvor: Banjalučka berza, Komisija za hartije od vrijednosti RS i proračuni autora

Kod većine otvorenih investicionih fondova došlo je i do rasta NVI. Među njima se izdvaja OAIF Profit plus, koji je zabilježio rast NVI od 33%, dok je najveći pad NVI imao OAIF Polara Adriatic (-13%). Ipak, intenzitet promjena NVI

analiziranih investicionih fondova je blaži u odnosu na promjene tržišnih cijena njihovih udjela.

Trgovanje udjelima otvorenih investicionih fondova na berzi predstavlja novinu kako za tržište

¹¹ Vlasnik jedne akcije u zatvorenom fondu je nakon preoblikovanja dobio po jedan udio u svim od njega nastalim otvorenim fondovima.

kapitala Republike Srpske, tako i šire. Prvi udjeli su uvršteni na berzu 26.9.2017. godine. Od tada pa do 20.2.2019. godine prometovano je ukupno 7.501.222 KM udjela svih otvorenih investicionih fondova. Udjeli se razlikuju prema likvidnosti, pa tako kod jednog investicionog fonda još uvijek nije zaključena nijedna transakcija, dok kod drugih postoji gotovo dnevna likvidnost i konstantan i stabilan rast cijene.

Posmatrana kretanja će biti naročito interesantna kada fondovi budu imali obavezu da budu dnevno otvoreni. Naime, društva za upravljanje će biti pod stalnim pritiskom adekvatnog određivanja fer vrijednosti imovine fondova kojim upravljaju, jer u slučaju da precijene NVI, može se očekivati da će doći do naglog porasta zahtjeva za otkup udjela. Sa druge strane, ukoliko društva za upravljanje potcijene NVI, postoji mogućnost da će doći do porasta zahtjeva za kupovnu udjela i time

razvodnjavanja vlasništva postojećih vlasnika udjela u fondovima.

Pored rečenog, ovdje je bitno naglasiti da prema odredbama Zakona o investicionim fondovima¹², poslije isteka perioda od dvije godine nakon obaveznog preoblikovanja, otvoreni investicioni fondovi nisu obavezni da listiraju udjele na berzi. Može se očekivati da će oni fondovi koji budu manje atraktivni za kupovinu udjela imati veći interes da budu uvršteni na berzu nego fondovi koji budu atraktivni za investitore. Naime, fondovi sa kvalitetnim i likvidnim portfeljom imaju veći interes da ostvaruju potpuno direktnu komunikaciju s investitorima i time povećavaju vrijednost svoje imovine prodajom novih udjela. Nasuprot njima, fondovi s lošijim i nelikvidnijim portfeljom uvrštavanjem udjela na berzu mogu da smanje pritisak na otkup udjela od strane postojećih vlasnika udjela koji će moći da iste prodaju i na berzi.

5. DISKUSIJA

Razmatranja dosadašnjih i predviđanja budućih efekata preoblikovanja zatvorenih investicionih fondova daju u nekim dijelovima kontradiktorne zaključke. Ciljevi promjena u Zakonu o investicionim fondovima odnosili su se na jačanje efikasnosti rada društava za upravljanje, utvrđivanje naknade za upravljanje u skladu s rezultatima poslovanja, povećanje koristi za akcionare investicionih fondova, praćenje regionalnih i međunarodnih tokova u ovoj oblasti, uspostavljanje odgovarajućeg nadzora nad radom društava za upravljanje i usaglašavanje sa

direktivama Evropske unije u mjeri u kojoj je to trenutno prihvatljivo i primjereno našim uslovima.

Nakon stupanja na snagu izmjena Zakona o investicionim fondovima, šest društava za upravljanje je prestalo s obavljanjem djelatnosti upravljanja investicionim fondovima, dva društva za upravljanje su se spojila, a jedno je promijenilo naziv i vlasničku strukturu. Prestanak rada određenog broja društava za upravljanje bila je očekivana posljedica regulatornih promjena, s obzirom na to da su gotovo sva društva upravljala po jednim investicionim fondom. Ovakva

¹² Član 243d. stav 15. Zakona o investicionim fondovima.



organizacije nije ekonomski održiva, efikasna niti uobičajena na razvijenijim tržištima. Naime, u praksi razvijenih zemalja jedno društvo za upravljanje upravlja s više investicionih fondova od kojih svaki ima posebnu investicionu strategiju, portfolio menadžera i pretežnu vrstu ulaganja, čime se prilagođavaju preferencijama različitih profila investitora.

Činjenica da su svi zatvoreni investicioni fondovi u Republici Srpskoj uspješno preoblikovani u otvorene investicione fondove pokazuje da je implementacija regulatornih promjena i realizacija postavljenih ciljeva uspješno započeta. Udjeli novoformiranih otvorenih investicionih fondova su uvršteni na posebnu kotaciju Banjalučke berze i neki od njih od samog uvrštenja spadaju među najlikvidnije hartije od vrijednosti na domaćem tržištu kapitala. Značajno su smanjeni troškovi koji se plaćaju na teret imovine investicionih fondova. Ublažen je i dugogodišnji snažan pad neto vrijednosti imovine investicionih fondova, koji je u 2017. godini bio najmanji i iznosio 1,38% (neto vrijednost imovine svih investicionih fondova je na kraju 2017. godine iznosila 239.850.671 KM). Implementacija izmjena i dopuna Zakona o investicionim fondovima donijela je vlasnicima ovih fondova konkretne koristi zbog kojih prvi put mogu ozbiljno da razmišljaju i o kupovini novih udjela koji će im donijeti očekivani godišnji prinos iznad prinosa na depozite u bankama. Pozitivan stav investitora o povećanju njihovih prava čini bitnu pretpostavku za osnivanje novih fondova kao alternative štednji i dalji razvoj tržišta kapitala Republike Srpske.

Sa druge strane, društva za upravljanje su u svom poslovanju suočena s poteškoćama uzrokovanim nedovoljno likvidnim tržištem hartija od vrijednosti. Podaci o ukupnim tržišnim kretanjima na Banjalučkoj berzi ukazuju na nizak nivo redovnog prometa i nepovoljnu strukturu ukupnog u kojoj dominiraju javne ponude

državnih hartija od vrijednosti u odnosu na akcije. Otežan oporavak od finansijske krize koja je započela 2008. godine doprinio je konstantno niskom nivou povjerenja u domaći finansijski sektor i slaboj zainteresovanosti investitora za trgovanje na berzi, dok su ulaganja fondova u inostranstvu relativno skromna. Pored toga, restrukturiranje portfelja investicionih fondova može na kratak rok imati negativan efekat na tržišne cijene hartija od vrijednosti zbog neravnoteže između ponude i tražnje za njima.

Problem likvidnosti na tržištu kapitala mogli bi – barem djelimično – da riješe upravo investicioni fondovi. Investicioni fondovi kao institucionalni investitori koji raspolažu značajnim finansijskim sredstvima, aktivnijim trgovanjem hartijama od vrijednosti mogu uticati na poboljšanje opštih uslova na domaćem tržištu kapitala, privlačenje novih investitora i povećanje ukupnog prometa.

Preoblikovanje zatvorenih investicionih fondova u otvorene omogućava promjenu pristupa njihovoj promociji i privlačenju novih investitora, kojih do sada nije bilo mnogo, kako zbog slabe razvijenosti ove grupe institucionalnih investitora, tako i zbog nedovoljne edukovanosti investicione javnosti. Društva za upravljanje treba da o rezultatima poslovanja, ali i planovima za budućnost, redovno obavještavaju investicionu javnost.

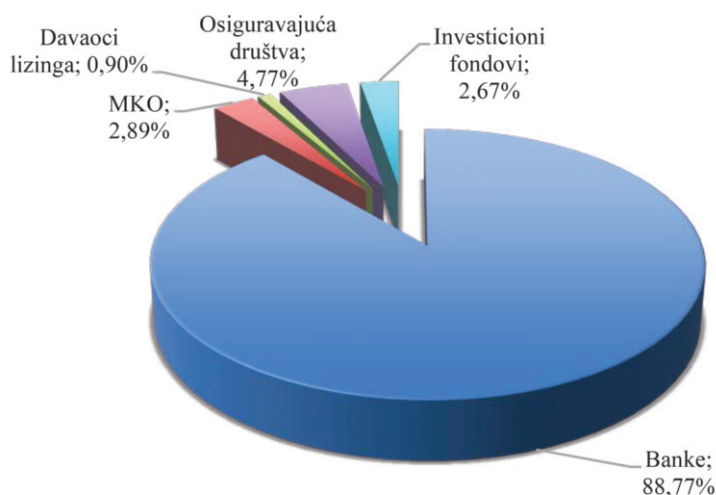
Da bi zadržala postojeće i privukla nove investitore, društva za upravljanje moraju da obezbijede da njihovi portfelji budu atraktivni za ulagače. Ovo podrazumijeva primjenu adekvatnih metoda optimizacije portfelja investicionih fondova, efikasnu alokaciju raspoloživih sredstava i uspješnije upravljanje rizicima ulaganja.

U dijelu 1. *Otvoreni investicioni fondovi u svijetu* obrađene su neke od organizacionih struktura i investicionih politika savremenih investicionih fondova. U ovom trenutku nijedna od navedenih nije u primjeni u Republici Srpskoj. Osnivanje ETF-ova koji bi replicirali

domaće i/ili strane berzanske indekse, kao i novih vrsta otvorenih investicionih fondova moglo bi da se reguliše izmjenama postojećih propisa, dok za uspostavljanje tzv. supermarket investicionih fondova svi uslovi već postoje.

Konačno, razvoju tržišta kapitala i investicionih fondova mogu znatno da doprinesu banke i osiguravajuća društva. Kao i u većini zemalja u razvoju, finansijski sistem Republike Srpske je izrazito bankocentričan. Aktiva bankarskog sektora je na kraju 2017. godine iznosila 8.133.867.000 KM i učestvovala u ukupnoj aktivni domaćeg finansijskog sistema sa preko 88,77% (Agencija za bankarstvo RS, 2018). Aktiva osiguravajućih društava je na kraju 2017. godine

iznosila 437.194.506 KM i učestvovala u ukupnoj aktivni domaćeg finansijskog sektora sa 4,77%, aktiva investicionih fondova 244.404.306 KM (2,67% aktive domaćeg finansijskog sektora), mikrokreditnih organizacija (MKO) 264.592.000 KM (2,89% aktive domaćeg finansijskog sektora), dok su potraživanja davalaca lizinga iznosila 82.600.000 KM (0,90% aktive domaćeg finansijskog sektora) (Agencija za osiguranje RS, 2018; Komisija za hartije od vrijednosti RS, 2018; Agencija za bankarstvo RS, 2018).¹³ Ovi podaci ukazuju na veoma visok potencijal koji finansijski sistem Republike Srpske ima za dalji razvoj investicionih fondova u Republici Srpskoj.



Grafikon 4. Struktura finansijskog sistema Republike Srpske na dan 31.12.2017. godine

Izvor: Agencija za bankarstvo RS, Agencija za osiguranje RS i Komisija za hartije od vrijednosti RS

¹³ Potraživanja davalaca lizinga odnose se na lizing društva iz RS i FBiH s obzirom da dozvolu Agencije za bankarstvo RS posjeduju i 3 poslovne jedinice koje su u sastavu 3 društva za poslove lizinga sa sjedištem u FBiH.

Izrazita bankocentričnost domaćeg finansijskog sistema, kao i jačanje sektora osiguranja, mogu da budu prilika za razvoj tržišta kapitala i investicionih fondova. Investiciono bankarstvo - osnivanje društava za upravljanje investicionim fondovima, emitovanje vlastitih dugoročnih hartija od vrijednosti i instrumenata tržišta novca, kao i moguće aktivnosti na upravljanju rizicima kroz razvoj finansijskih derivata, samo su neke od mogućnosti koje stoje na raspolaganju bankarskom sektoru. Osiguravajuća društva mogla bi da izvrše disperziju ulaganja na tržištu kapitala, kroz ulaganje i u druge hartije od vrijednosti osim obveznica, te da pristupe osnivanju društava za upravljanje investicionim fondovima ili organizovanju odjeljenja koja će se baviti portfolio menadžmentom. U većini razvijenih zemalja ove finansijske institucije su najznačajniji osnivači društava za upravljanje investicionim fondovima. One posjeduju ekspertizu, reputaciju, povjerenje građana, te

dobro razrađene kanale distribucije kojima bi akcije ili udjeli investicionih fondova mogli biti distribuirani na cijeloj teritoriji Republike Srpske.

Društva za upravljanje u vlasništvu banaka i osiguravajućih društava mogla bi da osnuju različite vrste investicionih fondova te da ih nude svojim klijentima kao još jednu uslugu iz oblasti finansijskog poslovanja. Tako, banke u okviru finansijske ponude svojim klijentima mogu da nude ulaganje u novčani investicioni fond kao alternativu klasičnim depozitima u periodima viših pasivnih kamatnih stopa, a osiguravajuća društva mogu da aktivno upravljaju sredstvima uplaćenim na ime premije osiguranja, ulažući ista u hartije od vrijednosti različitih rizičnosti.

Uravnoteženiji finansijski sistem donio bi veće koristi za sve njegove učesnike, kroz smanjenje troškova finansiranja i pružanje šireg spektra finansijskih usluga, što bi doprinijelo uspješnijem razvoju cjelokupnog privrednog sistema Republike Srpske.

6. ZAKLJUČAK

Činjenice da su zatvoreni investicioni fondovi prevaziđene strukture investicionih fondova na savremenim finansijskim tržištima, da otvoreni investicioni fondovi imaju veći broj prednosti za investitore, poput prava na dnevni otkup udjela po neto vrijednosti imovine i vlasništva nad likvidnom imovinom, da postoji neophodnost usaglašavanja domaće regulative s Evropskim direktivama u okviru aktivnosti na pripremi ulaska Bosne i Hercegovine u Evropsku uniju, te da je situacija u sektoru zatvorenih investicionih fondova u Republici Srpskoj na drugi rok bila neodrživa, dovele su do preoblikovanja ovih

investicionih fondova u otvorene.

Otvoreni investicioni fondovi nastali preoblikovanjem zasad uspješno posluju. Nijedan od njih nije prestao da postoji zbog nemogućnosti ispunjenja regulatornih zahtjeva, mnogi su zabilježili rast tržišne cijene i neto vrijednosti imovine u periodu od osnivanja do danas, a vlasnici njihovih udjela su sada u boljem položaju u odnosu na vrijeme kada su bili akcionari zatvorenih investicionih fondova. Pozitivan stav vlasnika udjela investicionih fondova i visok prinos - naročito u vrijeme niskih kamatnih stopa u bankarskom sektoru - čine bitne pretpostavke za

dalji razvoj ovog sektora, što će imati pozitivne efekte na tržište kapitala Republike Srpske u cjelini.

Na osnovu sveukupnih rezultata istraživanja, može da se zaključi da investicioni fondovi u Republici Srpskoj imaju perspektivu, ali pod određenim uslovima. Njihov razvoj treba da bude praćen uspješnim nastavkom aktivnosti na restrukturiranju portfelja, poboljšanjem poslovanja

društava za upravljanje, pojačanim aktivnostima bankarskog sektora i sektora osiguranja na tržištu kapitala, te povećanjem kvaliteta emitenata hartija od vrijednosti. Samo ispunjavanjem navedenih pretpostavki domaći investicioni fondovi će moći efikasno da funkcionišu i da ispune svoju ulogu jednog od pokretača razvoja privrede Republike Srpske.

LITERATURA

Agencija za bankarstvo Republike Srpske (2018). *Izveštaj o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za 2017. godinu*

Agencija za osiguranje Republike Srpske (2018). *Izveštaj o stanju u sektoru osiguranja Republike Srpske za 2017. godinu*

Anadu K., Kruttli M., McCabe P., Osambela E. & Shin Hee C. (2018). The Shift from Active to Passive Investing: Potential Risks to Financial Stability? *Finance and Economics Discussion Series 2018-060, Board of Governors of the Federal Reserve System (US)*.

<https://ideas.repec.org/p/fip/fedgfe/2018-60.html>

Banjalučka berza a.d. Banja Luka, <http://www.blberza.com>

Christoffersen, S., Musto, D. & Wermers, R. (2014). Investor Flows to Asset Managers: Causes and Consequences. *Annual Review of Financial Economics* 6, pp.289-310.

<https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034339>

Clift, T. (2016). Modern Investing Trends Re-frame Active vs. Passive Debate. *Journal of Financial Planning*, 29(8), pp.34–35. <http://search.ebsco-host.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=117287404&site=ehost-live&scope=site>

Eling, M. & Faust, R. (2010). The performance of hedge funds and mutual funds in emerging markets. *Journal of Banking & Finance*, vol. 34(8), pp.1993-2009. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.01.008>

Dangl, T., Wu, Y. & Zechner, J. (2008). Market Discipline and Internal Governance in the Mutual Fund Industry, *Review of Financial Studies* 21, pp.2307-2343. <http://dx.doi.org/hhl031>

Ferreira M., Keswani A., Miguel A., Ramos S. (2013). The Determinants of mutual fund performance: A cross-country study. *Review of Finance*, vol. 17, issue 2. pp.483-525.

<https://doi.org/10.1093/rof/rfs013>

Fidelity Learning Center. *All about alpha, beta, and smart beta*. Preuzeto sa: <https://www.fidelity.com/learning-center/investment-products/etf/smart-beta>

Investment Company Institute. 2018 Investment Company Fact Book: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry, 58th edition.

Karacadag, C., Sundararajan, V. & Elliott, J. (2016). Managing Risks in Financial Market Development: the Role of Sequencing. IMF working paper No. 03/116. IMF

Klapper L., Sulla V., Vittas D. (2004) The

development of mutual funds around the world. *Emerging Markets Review*, vol. 5(1) pp.1-38. <https://ideas.repec.org/a/eee/ememar/v5y2004i1p1-38.html>

Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske. *Izveštaji o stanju na tržištu hartija od vrijednosti za 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 i 2017. godinu*

Kremnitzer, K. (2012). Comparing Active and Passive Fund Management in Emerging Markets. *University of California, Berkeley*

Lemeshko, O. & Rejnuš, O. (2015). Modeling the Size of the Mutual Fund Industry in Countries of Central and Eastern Europe. *Masaryk University*

Madhavan, A. (2014). Exchange-Traded Funds: An Overview of Institutions, Trading, and Impacts. *Annual Review of Financial Economics* 6, pp. 311-341

<https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034316>

Meier, P. (2012). Hedge Funds. Sustainable Investing for Institutional Investors: Risks, Regulations and Strategies. *Wiley*, pp.211–217. <https://doi.org/10.1002/9781119199137.ch14>

Pravilnik o udjelima otvorenog investicionog fonda („Službeni glasnik Republike Srpske”, br. 113/16, 40/17, 15/18, 70/18, 99/18 i 101/18)

Sushko, V. & Turner, G. (2018). The Implications of Passive Investing for Securities Markets. *Bank for International Settlements*, pp.113–131. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1803j.pdf

World Bank Group (2015). Mutual Funds in Developing Markets: Addressing Challenges to Growth. *World Bank*

Wu, Y., Wermers, R. & Zechner, J. (2016). Managerial rents vs. shareholder value in delegated portfolio management: The case of closed-end funds, *CFS Working Paper Series*, No. 548. <https://www.econstor.eu/handle/10419/147145>

Zakon o investicionim fondovima („Službeni glasnik Republike Srpske”, br. 92/06 i 82/15)

Zakon o privatizacionim investicionim fon-

dovima i društvima za upravljanje privatizacionim fondovima („Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 67/05)

Živković, B. & Šoškić, D. (2011). Finansijska tržišta i institucije. *Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu*