

Časopis „Poslovne studije”, 2018, godina 10, broj 19-20, str. 171-184

Časopis za poslovnu teoriju i praksu

UDK 336.76:330.322(497)

Rad primljen: 03.05.2018.

DOI: 10.7251/POS18171B

Rad odobren: 30.05.2018.

Pregledni rad

**Milica Bojat**, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Ekonomski fakultet Pale, Bosna i Hercegovina, milicabojat@yahoo.com

**Mladen Rebić**, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Ekonomski fakultet Pale, Bosna i Hercegovina

## PREGLED STRUKTURE I POSLOVANJA INVESTICIIONIH FONDOVA U BIH, SRBIJI I HRVATSKOJ

**Apstrakt:** Osnovna svrha sprovedenog istraživanja je produbljivanje znanja o tržištu investicionih fondova u BiH i okruženju, kao i mogućim efektima njihovog poslovanja na privredni razvoj zemlje. Cilj rada je da se, u skladu sa dostupnim podacima, kroz komparativnu analizu kao osnovni metod, ukaže na sličnosti i razlike u poslovanju investicionih fondova BiH, Srbije i Hrvatske te da se na osnovu toga dokaže da ove finansijske institucije, iako imaju potencijal, ne daju doprinos privrednom razvoju u mjeri u kojoj bi trebalo. Rezultati same komparativne analize pokazali su da industrija investicionih fondova na ovom području još uvijek značajno zaostaje za razvijenim zemljama i da, zbog prirode njenog nastanka, investicioni fondovi nisu u mogućnosti da ostvare funkciju transformacije štednje u investicije, što bi impliciralo privredni rast i razvoj. Fondovi su nastajali u procesu masovne vaučerske privatizacije kao privatizacioni, da bi se kasnije transformisali u zatvorene i otvorene fondove. Ovaj sektor danas je najrazvijeniji u Hrvatskoj, kao zemlji članici EU, mada ni tu nije na zadovoljavajućem nivou.

**Ključne riječi:** finansijsko tržište, investicioni fondovi, privredni razvoj, komparativna analiza

**Jel klasifikacija:** E22

### UVOD

Među finansijskim institucijama koje imaju karakter finansijskog posrednika i omogućavaju kanalisanje štednje ka investicijama nalaze se i investicioni fondovi (Treynor 1965; Khorana i Servaes, i Tufano 2005). Ključna ideja na kojoj se zasnivaju jeste prikupljanje sredstava manjih investitora i njihovo investiranje u različite vrste finansijskih instrumenata (Jensen 1968; Sirri i Tuffano 1998; Cumby i Glen 1990).

Osnovni uzrok zaostajanja investicionih fondova u analiziranim zemljama svakako je sam način njihovog nastanka. Oni su uglavnom nastajali u formi privatizacionih, investicionih fondova tzv. vaučerskom privatizacijom, izuzev u Srbiji, gdje su nastali zahvaljujući potrebama tržišta. Odlaganje dobro organizovane, brze i efikasne privatizacije dovelo je do odlaganja razvoja efikasnog finansijskog tržišta, sa razvijenom funkcijom portfolio menadžmenta i mogućnošću efikasne alokacije novca.

Ukoliko se uzme u obzir činjenica da su sve analizirane zemlje bivše članice SFRJ, kao i da su prolazile proces tranzicije, može se pretpostaviti da postoje sličnosti njihovih finansijskih tržišta. Koliko je ta uniformnost prenesena na berze i, u okviru njih, investicione fondove najbolje se može utvrditi na osnovu komparativne analize ovog dijela tržišta u tim zemljama.

U nastavku se nalazi detaljan pregled strukture i poslovanja investicionih fondova u BiH, Srbiji i Hrvatskoj. Analiziraće se sam proces formiranja ovih finansijskih institucija, a zatim i njihov razvoj od početka procesa privatizacije pa sve do kraja 2015. godine. Razvoj će se

pratiti kroz nekoliko osnovnih pokazatelja – broj, struktura, vrijednost imovine, kretanje cijena akcija i učešće u strukturi ukupnog prometa koji se ostvari na berzi. Obradom velikog broja statističkih podataka omogućuje se komparacija zemalja i izvođenje zaključaka o stepenu razvijenosti ovog sektora u analiziranim zemljama.

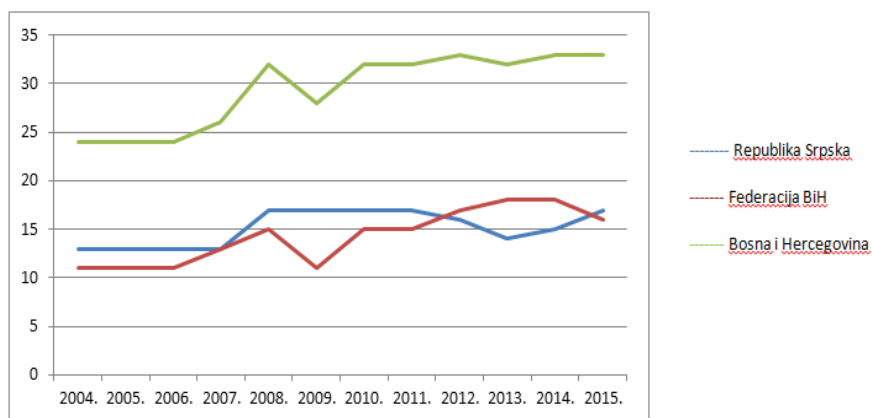
## 1. POSLOVANJE INVESTICIONIH FONDOVA U BOSNI I HERCEGOVINI

U Bosni i Hercegovini se prvi investicioni fondovi pojavljuju 2002. godine, u formi privatizacionih investicionih fondova. Zakon o privatizaciji državnog kapitala omogućio je dodjeljivanje vaučera građanima koje će oni, putem investicionih fondova, uložiti u HOV preduzeća koja se privatizuju. Vijek trajanja privatizacionih fondova odmah je određen na period od pet godina, tako da već 2007. godine otpočinje proces njihove transformacije u zatvorene fondove.

Kada je u pitanju današnja slika investicionih fondova u BiH, može se reći da su i oni, kao i ostatak finansijskog tržišta u našoj zemlji, nerazvijeni. Kao ograničavajući faktori njihovom rastu mogu se navesti:

- Nedostatak velikih domaćih institucionalnih investitora;
- Podijeljenost finansijskog tržišta na entitete;
- Nesklonost stanovništva i preduzeća ka investiranju u HOV;
- Slaba informisanost potencijalnih investitora.

U 2015. godini dozvolu za rad imala su 33 investiciona fonda, od čega 17 u FBiH i 16 u RS. Posmatranjem slike br. 1 može se vidjeti da broj fondova u BiH trenutno dostiže maksimum u odnosu na prethodni period, što znači da se ovaj sektor polako, ali sigurno kreće razvojnom putanjom. Inhibirajući faktor svakako je sama priroda nastanka fondova u zemlji – nastajali su procesom privatizacije, a ne u skladu sa potrebom razvoja tržišta kapitala. U skladu s tim, zatvoreni fondovi su brojniji (25:8 u odnosu na otvorene) i imaju veće učešće u strukturi ukupne imovine investicionih fondova BiH.



Slika 1. Kretanje broja investicionih fondova u BiH po entitetima u posmatranom periodu (obrada autora prema CBBH 2004-2015)

Vrijednost imovine investicionih fondova zabilježila je skroman rast od 1,91% u odnosu na prethodnu godinu i iznosila je 409,54 miliona evra. Na osnovu podataka prezentovanih u tabeli br. 1 može se konstatovati da u BiH u posljednjih nekoliko godina nisu postojale značajnije varijacije vrijednosti imovine fondova (1,85-8,78%). Najveći pad vrijednosti imovine zabilježen je u periodu od 2008. do 2009. godine, zahvaljujući pasivnosti društava za

upravljanje u tom periodu i negativnim eksternalijama uzrokovanim globalnom berzanskom krizom.

Iako je neto vrijednost imovine investicionih fondova, nastalih iz prijašnjih privatizacijskih investicionih fondova (PIF), neuporedivo veća od neto vrijednosti imovine onih nastalih ulaganjem gotovog novca, njihov doprinos tržištu kapitala je gotovo neznan. Otvoreni fondovi su se odmah po osnivanju susreli sa brojnim problemima, kako zbog posljedica globalne finansijske krize, tako i zbog neuređenosti bosanskohercegovačkog tržišta kapitala.

Tabela 1. Vrijednost imovine investicionih fondova u BiH u posmatranom periodu (obrađena prema CBBH 2004-2015)

| GODINA | UKUPNA VRIJEDNOST IMOVINE IF (milioni EUR) | PROMJENA (%) |
|--------|--|--------------|
| 2004.  | 1.136,60                                   | /            |
| 2005.  | 916,75                                     | ↓ 19,34      |
| 2006.  | 794,04                                     | ↓ 13,39      |
| 2007.  | 900,90                                     | ↑ 13,46      |
| 2008.  | 626,33                                     | ↓ 30,48      |
| 2009.  | 445,34                                     | ↓ 28,90      |
| 2010.  | 454,03                                     | ↑ 1,95       |
| 2011.  | 414,15                                     | ↓ 8,78       |
| 2012.  | 406,48                                     | ↓ 1,85       |
| 2013.  | 389,60                                     | ↓ 4,15       |
| 2014.  | 401,87                                     | ↑ 3,15       |
| 2015.  | 409,54                                     | ↑ 1,91       |

### 1.1. Aktivnosti na Banjalučkoj berzi

Dana 09.08.2001. godine Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske izdala je dozvolu za rad Banjalučkoj berzi i od tada ona nesmetano posluje, koristeći elektronski sistem poslovanja razvijen na Ljubljanskoj berzi u Republici Sloveniji.

U 2015. godini na tržištu kapitala Republike Srpske poslovalo je 16 investicionih fondova, od čega 14 zatvorenih i dva otvorena. U istom periodu fondovima je upravljalo 11 registrovanih društava za upravljanje. Uz to, DUIF „Jahorina Konseko Invest“ a.d. Pale ne upravlja nijednim fondom, nakon što je skupština akcionara zatvorenog investicionog fonda „Jahorina Konseko Invest“ a.d. Pale glasala o prenosu prava upravljanja sa tog društva na DUIF „Polara Invest“ a.d. Banja Luka. Zatvoreni investicioni fond sa javnom ponudom „Balkan Investment fond“ a.d. Banja Luka je u proceduri izbora novog društva za upravljanje, jer je Komisija tokom 2014. godine trajno oduzela dozvolu za rad DUIF „Balkan Investment Management“ a.d. Banja Luka. Takođe, na osnovu odluke skupštine akcionara Zatvorenog investicionog fonda sa javnom ponudom „Privrednik Invest“ a.d. Banja Luka, upravljanje ovim fondom treba da se prenese na DUIF „Polara Invest“ a.d. Banja Luka. Do tada, ni ovim fondom ne upravlja niti jedno društvo.

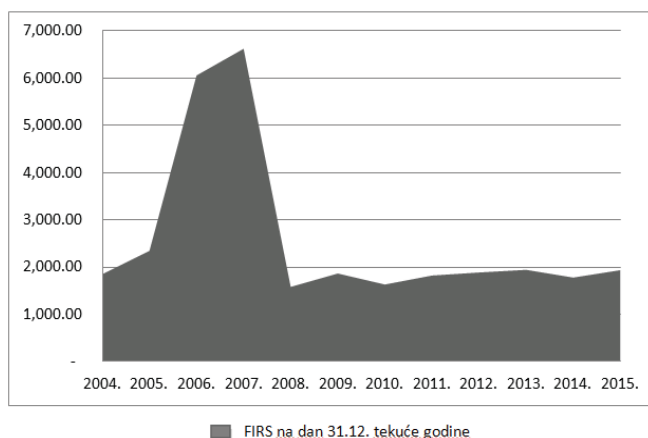
U tabeli br. 2 dat je pregled investicionih fondova RS po društvima koja su njima upravljala na dan 31.12.2015. godine. Vidljivo je da dominiraju zatvoreni u odnosu na otvorene fondove, što je posljedica transformacije privatizacionih u zatvorene investicione fondove tokom 2007. godine.

Tabela 2. Pregled društava za upravljanje i investicionih fondova RS u 2015. godini  
Prilagođeno prema (Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske 2016)

|  |
|--|
| <b>Naziv društva: DUIF „EUROINVESTMENT“ a.d. Banja Luka</b>        |
| ZIF sa javnom ponudom „EUROINVESTMENT FOND“ a.d. Banja Luka        |
| <b>Naziv društva: DUIF „ZEPTER INVEST“ a.d. Banja Luka</b>         |
| ZIF sa javnom ponudom „ZEPTER FOND“ a.d. Banja Luka                |
| <b>Naziv društva: DUIF „AKTIVA INVEST“ a.d. Banja Luka</b>         |
| ZIF sa javnom ponudom „AKTIVA INVEST FOND“ a.d. Banja Luka         |
| ZIF sa javnom ponudom „VB FOND“ a.d. Banja Luka                    |
| <b>Naziv društva: DUIF „VIB“ a.d. Banja Luka</b>                   |
| ZIF „VAUČERSKO INVESTICIONI BIZNIS FOND“ a.d. Banja Luka           |
| <b>Naziv društva: DUIF „INVEST NOVA“ a.d. Bijeljina</b>            |
| ZIF sa javnom ponudom „INVEST NOVA FOND“ a.d. Bijeljina            |
| ZIF sa javnom ponudom „UNIOINVEST FOND“ a.d. Bijeljina             |
| <b>Naziv društva: DUIF „MIKROFIN INVEST“ d.o.o. Banja Luka</b>     |
| OIF sa javnom ponudom „MIKROFIN PLUS“                              |
| <b>Naziv društva: DUIF „BLB MENADŽMENT INVEST“ a.d. Banja Luka</b> |
| ZIF sa javnom ponudom „BLB-PROFIT“ a.d. Banja Luka                 |
| <b>Naziv društva: DUIF „BORS INVEST“ a.d. Banja Luka</b>           |
| ZIF sa javnom ponudom „BORS INVEST FOND“ a.d. Banja Luka           |
| <b>Naziv društva: DUIF „KRISTAL INVEST“ a.d. Banja Luka</b>        |
| ZIF sa javnom ponudom „KRISTAL INVEST FOND“ a.d. Banja Luka        |
| OIF sa javnom ponudom „KRISTAL KAPITAL“                            |
| <b>Naziv društva: DUIF „POLARA INVEST“ a.d. Banja Luka</b>         |
| ZIF sa javnom ponudom „POLARA INVEST FOND“ a.d. Banja Luka         |
| ZIF sa javnom ponudom „JAHORINA KONSEKO INVEST“ a.d. Pale          |
| <b>Naziv društva: DUIF „JAHORINA KONSEKO INVEST“ a.d. Pale</b>     |
| <b>Fondovi kojima trenutno ne upravlja ni jedno DUIF</b>           |
| ZIF sa javnom ponudom „BALKAN INVESTMENT FOND“ a.d. Banja Luka     |
| ZIF sa javnom ponudom „PRIVREDNIK INVEST“ a.d. Banja Luka          |

Svi zatvoreni investicioni fondovi, osim zatvorenog investicionog fonda „Unioninvest fond“ a.d. Bijeljina nastali su masovnom vaučerskom privatizacijom tokom 2001. i 2002. godine u formi privatizacionih investicionih fondova. Tokom 2007. godine, na bazi još uvijek važećeg Zakona o investicionim fondovima, svih trinaest privatizacionih investicionih fondova se transformisalo u zatvorene investicione fondove. Četrnaesti zatvoreni investicioni fond osnovan je u 2008. godini. Takođe, sva postojeća društva za upravljanje investicionim fondovima su osnovana u toku procesa privatizacije, osim društva za upravljanje investicionim fondovima „MikrofinInvest“ d.o.o. Banja Luka, osnovanog 2008. godine.

FIRS (*engl. The Investment Funds Index of the Republic of Srpska*) predstavlja indeks koji prati kretanje cijena akcija investicionih fondova RS. Formiran je 1. avgusta 2004. godine, sa početnom vrijednošću od 1.000 poena. Na dan 31.12.2015. godine vrijednost FIRS-a iznosila je 1.935,82 indeksnih poena. Kao što je prikazano na slici br. 2, u 2008. godini bilježi se najveći pad vrijednosti indeksa, koji iznosi 76,21%. Tada su od akcija iz sastava FIRS-a najveći pad cijene imale akcije ZIF „Euroinvestment fond“ a.d. Banja Luka (-86,78%).



Slika 2. Vrijednost FIRS-a u posmatranom periodu  
Obrada autora prema (Banjalučka berza 2004-2015)

Iz tabele br. 3 vidljivo je da su od akcija iz sastava FIRS-a (13 ZIF) najveći rast cijene u 2014. godini ostvarile akcije ZIF „Euroinvestment fond“ a.d. Banja Luka (12,81%), dok su u 2015. god. to bile akcije ZIF „Privrednik invest“ a.d. Banja Luka (51,49%). Sa druge strane, najveći pad cijene imale su akcije ZIF „VB fond“ a.d. Banja Luka u 2014. godini (43,65%), odnosno akcije ZIF „Unioinvest fond“ a.d. Bijeljina u 2015. godini (18,75%). U 2014. godini više akcija bilježilo je pad cijena, što objašnjava pad vrijednosti FIRS-a za 8,44%, dok je u 2015. godini više akcija bilježilo rast cijena, što objašnjava ponovni rast vrijednosti FIRS-a za 8,84%. Najvišu vrijednost jedne akcije u periodu od posljednje tri godine ubjedljivo ostvaruje ZIF „Euroinvestment fond“ a.d. Banja Luka (6,90 do 7,79 evra), a najnižu ZIF „Invest Nova fond“ a.d. Bijeljina (0,02 evra). Prosječna vrijednost akcije na Banjalučkoj berzi u periodu 2013-2015, kada je riječ o investicionim fondovima, iznosila je 1,95 evra.

Tabela 3. Promjena cijene akcija iz sastava FIRS-a  
Obrada autora prema (Banjalučka berza 2014-2015)

| R.br. | NAZIV EMITENTA                            | Cijena na dan 31.12.2013. (EUR) | Cijena na dan 31.12.2014. (EUR) | Cijena na dan 31.12.2015. (EUR) | Promjena (2014/13) (%) | Promjena (2015/14) (%) |
|-------|---|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------|------------------------|
| 1.    | ZIF „BLB-PROFIT“ A.D. BANJA LUKA          | 1,56                            | 1,49                            | 1,61                            | -4,26                  | 7,88                   |
| 2.    | ZIF „BORS INVESTFOND“ A.D. BANJA LUKA     | 1,53                            | 1,05                            | 1,53                            | -31,33                 | 45,63                  |
| 3.    | ZIF „EUROINVESTMENT FOND“ A.D. BANJA LUKA | 6,90                            | 7,79                            | 7,66                            | 12,81                  | -1,64                  |
| 4.    | ZIF „AKTIVA INVEST FOND“ A.D. BANJA LUKA  | 1,55                            | 1,26                            | 1,87                            | -19,08                 | 48,78                  |
| 5.    | ZIF „INVEST NOVA FOND“ A.D. BIJELJINA     | 0,02                            | 0,02                            | 0,02                            | 7,14                   | -8,89                  |
| 6.    | ZIF „JAHORINA KOIN“ A.D. PALE             | 1,47                            | 0,86                            | 0,88                            | -41,67                 | 2,38                   |
| 7.    | ZIF „KRISTAL INVEST FOND“ A.D. BANJA LUKA | 2,63                            | 2,67                            | 2,77                            | 1,75                   | 3,44                   |
| 8.    | ZIF „POLARA INVEST FOND“ A.D. BANJA LUKA  | 3,03                            | 1,97                            | 1,95                            | -34,97                 | -1,04                  |
| 9.    | ZIF „PRIVREDNIK INVEST“ A.D. BANJA LUKA   | 0,65                            | 0,52                            | 0,78                            | -20,47                 | 51,49                  |
| 10.   | ZIF „UNIOINVEST FOND“ A.D. BIJELJINA      | 0,31                            | 0,25                            | 0,20                            | -20,00                 | -18,75                 |

|     |                                      |      |      |      |        |        |
|-----|--------------------------------------|------|------|------|--------|--------|
| 11. | ZIF „VB FOND“<br>A.D. BANJA LUKA     | 1,29 | 0,73 | 0,82 | -43,65 | 12,68  |
| 12. | ZIF „VIB FOND“<br>A.D. BANJA LUKA    | 1,54 | 1,20 | 1,07 | -22,19 | -10,64 |
| 13. | ZIF „ZEPTER FOND“<br>A.D. BANJA LUKA | 4,03 | 3,93 | 4,45 | -2,66  | 13,28  |

Svaki investicioni fond ima različit udio u ukupnom prometu koji se ostvari poslovanjem svih fondova na Banjalučkoj berzi. Najveće učešće u posljednjih nekoliko godina ostvaruje ZIF „Zepter fond“ a.d. Banja Luka. Ukupan promet ZIF Republike Srpske u 2015. godini iznosio je 3,9 miliona evra, što je samo 1,38% ukupnog prometa koji se ostvari na Banjalučkoj berzi (Banjalučka berza 2015, str. 21). Ovo je još jedan pokazatelj nedovoljne razvijenosti sektora investicionih fondova u RS.

## 1.2. Aktivnosti na Sarajevskoj berzi

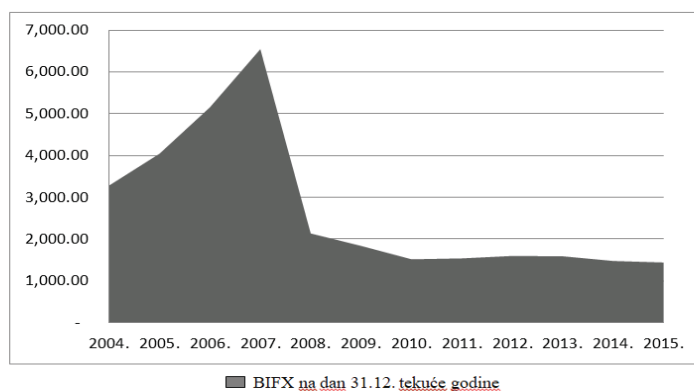
Trgovanje na Sarajevskoj berzi počelo je 12. aprila 2002. godine. Potpuno je kompjuterizovano i bazirano na sistemu BTS koji se primjenjuje i na Banjalučkoj berzi. Berzanski trgovinski sistem (BTS) je sastavni dio berzanskog informacionog sistema. On omogućava unos, izmjenu i odstranjenje naloga, zaključivanje berzanskih poslova, pregledanje naloga i zaključenih berzanskih poslova, pregled informacija o trgovanju HOV koje se kotiraju na berzi.

U 2015. godini na Sarajevskoj berzi poslovalo je 17 investicionih fondova, od čega 11 zatvorenih i šest otvorenih. U tabeli br. 4 dat je pregled investicionih fondova FBiH po društvima koja su njima upravljala u 2015. godini – ukupno 11 društava. Može se primijetiti da i u Federaciji BiH dominiraju zatvoreni u odnosu na otvorene fondove. To su uglavnom bivši privatizacioni investicioni fondovi, kao i u RS.

Tabela 4. Pregled društava za upravljanje i investicionih fondova FBiH u 2015. godini  
Prilagođeno prema (Komisija za vrijednosne papire FBiH 2015, 53)

|  |
|--|
| <b>Naziv društva: DUIF „ABDS“ d.o.o. Sarajevo</b>                    |
| ZIF „BIG-INVESTICIONA GRUPA“ d.d. Sarajevo                           |
| <b>Naziv društva: DUIF „BLAGO“ d.o.o. Sarajevo</b>                   |
| ZIF „PREVENT INVEST“ d.d. Sarajevo                                   |
| <b>Naziv društva: DUIF „EURO-INVESTMENT“ d.d. Tuzla</b>              |
| ZIF „EUROFOND-1“ d.d. Tuzla  |
| ZIF „BOSFIN“ d.d. Sarajevo   |
| <b>Naziv društva: DUIF „ADDIKO INVEST“ d.o.o. Mostar</b>             |
| ZIF „CROBIH“ d.d. Mostar   |
| OIF „NYPO BH EQUITY“   |
| <b>Naziv društva: DUIF „KAPITAL INVEST“ d.o.o. Mostar</b>            |
| ZIF „FORTUNA FOND“ d.d. Bihac  |
| ZIF „HERBOS FOND“ d.d. Mostar  |
| <b>Naziv društva: DUIF „MARKET INVESTMENT GROUP“ d.d. Sarajevo</b>   |
| ZIF „MI GROUP“ d.d. Sarajevo   |
| <b>Naziv društva: DUIF „NAPRIJED INVEST“ d.o.o. Sarajevo</b>         |
| ZIF „NAPRIJED“ d.o.o. Sarajevo                                       |
| <b>Naziv društva: DUIF „PROF-IN“ d.o.o. Sarajevo</b>                 |
| ZIF „PROF-PLUS“ d.d. Sarajevo  |
| <b>Naziv društva: DUIF „LILIUM ASSET MANAGEMENT“ d.o.o. Sarajevo</b> |
| OIF „LILIUM BALANCED“  |
| OIF „LILIUM GLOBAL“  |
| OIF „LILIUM CASH“  |
| <b>Naziv društva: DUIF „RAIFFEISEN INVEST“ d.o.o. Sarajevo</b>       |
| OIF „RAIFFEISEN CASH“  |
| OIF „RAIFFEISEN BALANCE“   |
| <b>Naziv društva: DUIF „ŠIB AR INVEST“ d.d. Sarajevo</b>             |
| ZIF „BONUS“ d.d. Sarajevo  |

BIFX (*engl. Bosnian Investment Funds Index*) predstavlja indeks koji prati kretanje cijena akcija investicionih fondova uvrštenih na tržište Sarajevske berze. Vrijednost BIFX-a na dan 31.12.2015. godine iznosila je 1.443,64 indeksna poena, što je pad za 7,06% u odnosu na prethodnu godinu. Na slici br. 3 može se uočiti da se u 2008. godini bilježi najveći pad vrijednosti indeksa (za 67,34%). Sličan pad vrijednosti indeksa investicionih fondova zabilježen je i na Banjalučkoj berzi u ovom periodu, a osnovni razlog je globalna finansijska kriza prenesena i na tržište BiH. Nakon ovog pada vrijednost indeksa je prilično stabilna, uz male fluktuacije, što znači da se još uvijek osjete posljedice krize.



Slika 3. Vrijednost BIFX-a u posmatranom periodu  
Obrada autora prema (Sarajevska berza 2004-2015)

U tabeli br. 5 dat je pregled kretanja cijena akcija iz sastava BIFX-a. U sastav ovog indeksa ulaze akcije svih 11 zatvorenih fondova. Može se uočiti da su u 2014. godini najveći rast cijene ostvarile akcije ZIF „Prof-plus“ d.d. Sarajevo (17,78%), a u 2015. godini akcije ZIF „Prevent Invest“ d.d. Sarajevo i to za više od 50%. Najveći pad cijene imale su akcije ZIF „Naprijed“ d.o.o. Sarajevo (29,13%) u 2014, odnosno akcije ZIF „Eurofond-1“ d.d. Tuzla u iznosu od 65,42% u 2015. godini.

U obje posmatrane godine uglavnom je bilježen pad cijena akcija, što objašnjava blagi pad vrijednosti BIFX-a. Najvišu cijenu akcije ostvaruju fondovi ZIF „CROBIH“ d.d. Mostar (2,97 - 3,07 evra) i ZIF „Fortuna fond“ d.d. Bihać (2,42 - 3,22 evra), a najnižu ZIF „Eurofond-1“ d.d. Tuzla (0,37 - 1,07 evra) i ZIF „Naprijed“ d.o.o. Sarajevo (0,61 - 1,05 evra). Prosječna vrijednost akcije na Sarajevskoj berzi u periodu 2013-2015, kada je riječ o investicionim fondovima, iznosila je 1,98 evra, što je približno isto kao i na Banjalučkoj berzi.

Tabela 5. Promjena cijena akcija iz sastava BIFX -a  
Prilagođeno prema (Komisija za vrijednosne papire FBiH, 2015, str. 53)

| R.br. | NAZIV EMITENTA                             | Cijena na dan 31.12.2013. (EUR) | Cijena na dan 31.12.2014. (EUR) | Cijena na dan 31.12.2015. (EUR) | Promjena (2014/13) (%) | Promjena (2015/14) (%) |
|-------|--|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------|------------------------|
| 1.    | ZIF „BIG-INVESTICIONA GRUPA“ D.D. SARAJEVO | 1,84                            | 1,71                            | 1,53                            | -7,22                  | -10,53                 |
| 2.    | ZIF „PREVENT INVEST“ D.D. SARAJEVO         | 2,40                            | 1,99                            | 3,01                            | -17,02                 | 51,26                  |
| 3.    | ZIF „EUROFOND-1“ D.D. TUZLA                | 1,01                            | 1,07                            | 0,37                            | 5,56                   | -65,42                 |
| 4.    | ZIF „BOSFIN“                               | 1,79                            | 1,84                            | 1,75                            | 2,86                   | -4,89                  |

|     |                                   |      |      |      |        |        |
|-----|-----------------------------------|------|------|------|--------|--------|
|     | D.D. SARAJEVO                     |      |      |      |        |        |
| 5.  | ZIF „CROBIH“<br>D.D. MOSTAR       | 3,07 | 2,97 | 3,04 | -3,49  | -2,30  |
| 6.  | ZIF „FORTUNA FOND“<br>D.D. BIHAĆ  | 3,22 | 2,56 | 2,42 | -20,63 | -5,47  |
| 7.  | ZIF „HERBOS FOND“<br>D.D. MOSTAR  | 3,09 | 2,56 | 2,04 | -17,36 | -20,31 |
| 8.  | ZIF „MI GROUP“<br>D.D. SARAJEVO   | 2,20 | 2,10 | 2,14 | -4,65  | 1,90   |
| 9.  | ZIF „NAPRIJED“<br>D.O.O. SARAJEVO | 1,05 | 0,75 | 0,61 | -29,13 | -18,67 |
| 10. | ZIF „PROF-PLUS“<br>D.D. SARAJEVO  | 1,84 | 2,17 | 2,61 | 17,78  | 20,28  |
| 11. | ZIF „BONUS“<br>D.D. SARAJEVO      | 1,78 | 1,48 | 1,50 | -16,67 | 1,35   |

Investicioni fondovi ostvarili su ukupan promet u iznosu od 11,5 miliona evra u 2015. godini, što je rast za više od 15% u odnosu na prethodnu godinu i 6,18% od ukupno ostvarenog prometa na Sarajevskoj berzi. Najveće učešće u tom prometu ostvario je ZIF „Herbos fond“ d.d. Mostar (Sarajevska berza 2015, str. 2). Obzirom na to da vrijednost ukupnog prometa investicionih fondova raste iz godine u godinu, može se očekivati nastavak tendencije rasta u budućnosti, što bi impliciralo razvoj ovog dijela finansijskog tržišta BiH.

## 2. POSLOVANJE INVESTICIONIH FONDOVA U SRBIJI

Investicioni fondovi Srbije predstavljaju novinu u odnosu na BiH i Hrvatsku, jer je prvi fond počeo sa radom tek 2007. godine. Oni se nisu formirali u postupku vaučerske privatizacije kao u ostalim posmatranim zemljama, nego su se javili zahvaljujući potrebama finansijskog tržišta, odnosno tržišnih učesnika. Ove finansijske institucije su u Srbiji nastajale za vrijeme globalne finansijske krize, što je već tada uzrokovalo značajan pad vrijednosti imovine fondova. Time dolazi i do pada povjerenja investitora u plasmane u rizične hartije od vrijednosti. Ova dva negativna efekta imala su veliki uticaj na razvoj tržišta investicionih fondova u Srbiji, što je rezultiralo smanjenjem broja fondova i društava koja njima upravljaju. U 2015. godini u Srbiji je poslovalo 13 investicionih fondova, od čega jedan zatvoreni i 12 otvorenih. Fondovima je u istom periodu upravljalo četiri registrovana društva za upravljanje. U tabeli br. 6 navedeni su investicioni fondovi Srbije po društvima koja njima upravljaju.

Tabela 6. Pregled društava za upravljanje i investicionih fondova Srbije u 2015. godini (Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije 2017)

|   |
|---|
| <b>Naziv društva: DUIF „FIMA INVEST“ a.d. Beograd</b>       |
| OIF „FIMA Proactive“ a.d. Beograd                           |
| ZIF „FIMA Southeastern Europe Activist“ a.d. Beograd        |
| <b>Naziv društva: DUIF „RAIFFEISEN INVEST“ a.d. Beograd</b> |
| OIF „Raiffeisen Cash“ a.d. Beograd                          |
| OIF „Raiffeisen World“ a.d. Beograd                         |
| OIF „Raiffeisen Euro Cash“ a.d. Beograd                     |
| <b>Naziv društva: DUIF „ILIRIKA DZU“ a.d. Beograd</b>       |
| OIF „Ilirika Balanced“ a.d. Beograd                         |
| OIF „Ilirika Cash Dinar“ a.d. Beograd                       |
| OIF „Ilirika Cash Euro“ a.d. Beograd                        |
| OIF „Ilirika Dynamic“ a.d. Beograd                          |
| OIF „Triumph“   |

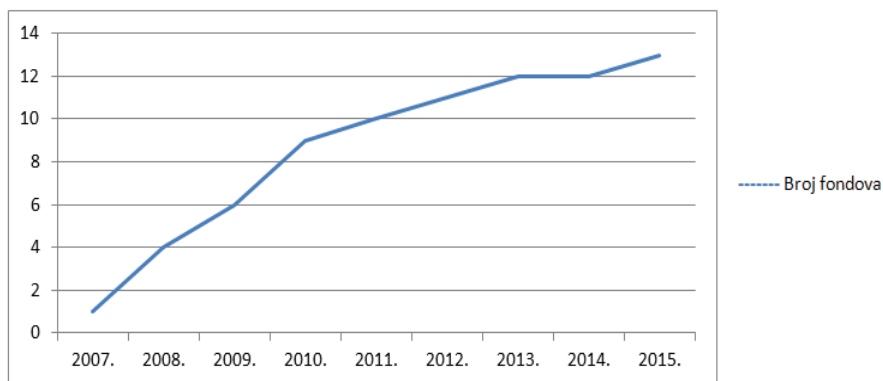


|  |
|--|
| <b>Naziv društva: DUIF „KOMBANK INVEST“ a.d. Beograd</b> |
| OIF „KomBank devizni fond“ a.d. Beograd                  |
| OIF „KomBank IN fond“ a.d. Beograd                       |
| OIF „KomBank novčani fond“ a.d. Beograd                  |

Može se zaključiti da u Srbiji, za razliku od BiH, dominiraju OIF. Trenutno posluje samo jedan zatvoreni fond, a svojevremeno su postojali i privatni investicioni fondovi pa je neophodno osvrnuti se na njih kao posebnu vrstu.

Privatni investicioni fondovi su organizovani kao društva sa ograničenom odgovornošću i posluje po odredbama *Zakona o privrednim društvima*. Njihov način poslovanja se razlikuje i od otvorenih i od zatvorenih fondova. Od otvorenih se razlikuju po tome što u njih mogu ulagati samo veliki investitori koji, prilikom osnivanja ove vrste fonda, moraju da ulože najmanje 50.000 evra kao svoj udio u tom fondu. Zatim, oni nisu regulisani *Zakonom o investicionim fondovima*, ali moraju da budu registrovani u *Registru investicionih fondova*. Obično ih čini manji broj investitora i ne prodaju investicione jedinice na berzi. Ovi fondovi obično funkcionišu tako što se ulaže novac u vlasništvo kompanije, sa ciljem uvećanja njene vrijednosti (što će omogućiti ekspanziju firme, razvoj nove tehnologije, jačanje finansijske pozicije, optimizaciju troškova i sl). Sem toga, prodaju se udjeli, čime investitori ostvaruju profit. Postoji nekoliko uobičajenih načina izlaska iz vlasništva kompanije: inicijalnom javnom ponudom i listiranjem na berzi, prodajom ili pripajanjem nekoj drugoj kompaniji. Iako su privatni fondovi nedostupni malim investitorima, oni svakako predstavljaju značajne igrače na finansijskom tržištu. Ukoliko se fond odluči za listiranje na berzi kao izlaznu strategiju, mali investitori dobiće mogućnost investiranja u ove fondove.

Kao što je prikazano na slici br. 4, od nastanka prvog fonda do danas bilježi se trend rasta njihovog broja u Srbiji pa je prirodno očekivati nastavak ovog trenda i u budućem periodu.



Slika 4. Kretanje broja investicionih fondova Srbije od nastanka do danas  
Obrada autora prema (Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije, 2017)

Ukupna vrijednost imovine jedinog investicionog fonda Srbije na dan 31.12.2007. godine iznosila je 50,1 milion evra, što je bilo daleko manje u odnosu na okruženje - preko 4 milijarde evra u Hrvatskoj, preko 900 miliona evra u BiH (Komisija za HOV Republike Srbije, 2008). Kako je do danas porastao broj investicionih fondova, tako je porasla i vrijednost njihove imovine. Uz rast od 83,14% u odnosu na prethodnu godinu, vrijednost imovine investicionih fondova iznosila je 140,65 miliona evra u 2015. godini. Kada se izuzme pad vrijednosti imovine IF u periodu globalne finansijske krize, može se reći da imovina IF Srbije ostvaruje značajan trend rasta. Tako je najveći rast vrijednosti ovog pokazatelja postojao na kraju 2013. godine i iznosio je skoro 120% (tabela br. 7).

Tabela 7. Vrijednost imovine investicionih fondova Srbije za period 2007-2015  
 Obrada autora prema (Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije 2007-2015)

| GODINA | UKUPNA<br>VRIJEDNOST<br>IMOVINE IF<br>(milioni EUR) | PROMJENA<br>(%) |
|--------|---|-----------------|
| 2007.  | 50,10   | /               |
| 2008.  | 19,38   | ↓61,32          |
| 2009.  | 11,84   | ↓38,91          |
| 2010.  | 11,24   | ↓5,07           |
| 2011.  | 16,35   | ↑45,46          |
| 2012.  | 21,42   | ↑31,01          |
| 2013.  | 47,11   | ↑119,93         |
| 2014.  | 76,80   | ↑63,02          |
| 2015.  | 140,65  | ↑83,14          |

BELEXFIX je zvanični sistem trgovanja koji se koristi na Beogradskoj berzi. Beogradska berza, vođena iskustvom razvijenih zemalja, odlučila je da razvije sistem za trgovanje u koji je integrisan jedinstveni protokol za razmjenu informacija na finansijskim tržištima, poznatiji kao FIX protokol. Sistem trgovanja sastoji se od nekoliko međusobno povezanih modula, kojima se omogućava niz funkcionalnosti neophodnih za uspješno poslovanje berze.

Na Beogradskoj berzi ne postoji indeks koji prati kretanje cijena akcija investicionih fondova. Zbog toga će se kretanje cijena posmatrati nezavisno od indeksa. Iz tabele br. 8 može se zaključiti da od 12 otvorenih investicionih fondova njih 11 u 2014, odnosno 10 u 2015. godini bilježi rast cijena akcija, što je pokazatelj dobrog poslovanja ovih finansijskih institucija u Srbiji. Tokom 2014. i 2015. godine najveći, a gotovo i jedini, pad cijene ostvarile su akcije OIF „Triumph“ (13,78% i 37,75% respektivno), dok su najveći rast cijene ostvarile akcije OIF „Raiffeisen World“ a.d. Beograd u 2014. (8,18%) i OIF „Kombank in fond“ a.d. Beograd u 2015. godini (9,65%).

Najvišu pojedinačnu cijenu akcije imaju fondovi „Raiffeisen Cash“ i „Ilirika Cash Dinar“, a najnižu „Ilirika Dynamic“ i „Triumph“. Prosječna vrijednost jedne akcije investicionog fonda u posmatranom periodu iznosila je 8,79 evra, što je mnogo više u odnosu na BiH, jer su u pitanju otvoreni fondovi.

Tabela 8. Promjena cijena akcija otvorenih investicionih fondova Beogradske berze  
 Prilagođeno prema (Komisija za HOV Republike Srbije 2013-2015)

| R.br. | NAZIV EMITENTA                             | Cijena na dan<br>31.12.2013.<br>(EUR) | Cijena na dan<br>31.12.2014.<br>(EUR) | Cijena na dan<br>31.12.2015.<br>(EUR) | Promjena<br>(2014/13)<br>(%) | Promjena<br>(2015/14)<br>(%) |
|-------|--|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| 1.    | OIF „FIMA PROACTIVE“<br>A.D. BEOGRAD       | 3,60                                  | 3,75                                  | 3,95                                  | 4,16                         | 5,33                         |
| 2.    | OIF „RAIFFEISEN CASH“<br>A.D. BEOGRAD      | 13,47                                 | 13,87                                 | 14,74                                 | 2,97                         | 6,27                         |
| 3.    | OIF „RAIFFEISEN WORLD“<br>A.D. BEOGRAD     | 11,25                                 | 12,17                                 | 12,43                                 | 8,18                         | 2,14                         |
| 4.    | OIF „RAIFFEISEN EURO<br>CASH“ A.D. BEOGRAD | 9,24                                  | 9,42                                  | 9,56                                  | 1,95                         | 1,49                         |
| 5.    | OIF „ILIRIKA BALANCED“<br>A.D. BEOGRAD     | 12,64                                 | 12,87                                 | 12,99                                 | 1,82                         | 0,93                         |
| 6.    | OIF „ILIRIKA CASH DINAR“<br>A.D. BEOGRAD   | 13,13                                 | 13,42                                 | 14,16                                 | 2,21                         | 5,51                         |
| 7.    | OIF „ILIRIKA CASH EURO“<br>A.D. BEOGRAD    | 10,56                                 | 10,70                                 | 10,85                                 | 1,32                         | 1,40                         |

|     |  |      |      |      |        |        |
|-----|--|------|------|------|--------|--------|
| 8.  | OIF „ILIRIKA DYNAMIC“<br>A.D. BEOGRAD      | 2,70 | 2,78 | 2,76 | 2,96   | -0,72  |
| 9.  | OIF „TRIUMPH“                              | 3,41 | 2,94 | 1,83 | -13,78 | -37,75 |
| 10. | OIF „KOMBANK DEVIZNI<br>FOND“ A.D. BEOGRAD | -    | 8,19 | 8,34 | 0,00   | 1,83   |
| 11. | OIF „KOMBANK IN FOND“<br>A.D. BEOGRAD      | 5,70 | 5,70 | 6,25 | 0,00   | 9,65   |
| 12. | OIF „KOMBANK NOVČANI<br>FOND“ A.D. BEOGRAD | 9,12 | 9,36 | 9,95 | 2,63   | 6,30   |

Ukupan promet ostvaren na Beogradskoj berzi u 2015. godini iznosio je 185,77 miliona evra. Podaci o učešću investicionih fondova u toj strukturi nisu dostupni, ali zbog relativne nerazvijenosti sektora investicionih fondova u Srbiji, može se pretpostaviti da je to bilo manje od 5%.

### 3. POSLOVANJE INVESTICIONIH FONDOVA U HRVATSKOJ

Za hrvatski sektor investicionih fondova može se reći da je mnogo razvijeniji u odnosu na BiH i Srbiju. Sam nastanak ovih finansijskih institucija u vezi je sa procesom vaučerske privatizacije, kao i u Bosni i Hercegovini. To znači da su najprije postojali tzv. privatizacijski investicioni fondovi, koji su nešto kasnije transformisani u zatvorene. Još 1995. godine na snagu je stupio *Zakon o investicijskim fondovima*, kojim je propisano osnivanje i djelovanje investicionih fondova i društava za upravljanje (Škrinjarić 2013). Prvo društvo za upravljanje počelo je sa radom 1997. godine, što pokazuje da je Hrvatska 10 godina prije Srbije i skoro pet godina prije BiH počela da razvija svoje tržište investicionih fondova. To je, svakako, doprinijelo ostvarenju brojnih prednosti u odnosu na ove dvije zemlje – u broju, vrstama i vrijednosti imovine investicionih fondova. Razlog više za ove prednosti je i razvijenije tržište kapitala (Podobnik, Balen, Jagrić i Kolanović 2007).

U 2015. godini u Hrvatskoj je bilo registrovano 20 DUIF, što je za tri društva manje u odnosu na prethodnu godinu. Njih osam je obavljalo poslove upravljanja UCITS i AIF fondovima, sedam društava upravljalo je samo UCITS fondovima, dok je njih pet upravljalo samo AIF fondovima (Galetić, Herceg i Milovanović 2007). Može se uočiti da je klasifikacija investicionih fondova izvršena drugačije nego u prethodne dvije analizirane zemlje te da postoje tzv. UCITS i AIF fondovi pa je neophodno dodatno objasniti ove vrste.

UCITS (*engl. undertakings for the collective investment in transferable securities*) je otvoreni investicioni fond sa javnom ponudom, koji osniva društvo za upravljanje te, poštujući načela raspodjele rizika, ulaže zajedničku imovinu investitora prikupljenu javnom ponudom udjela, u likvidnu finansijsku imovinu, u skladu sa odredbama *Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom*, prospektima i pravilima tog fonda. Udjeli u UCITS fondu se, na zahtjev članova, otkupljuju iz imovine tog fonda (HANFA, 2017).

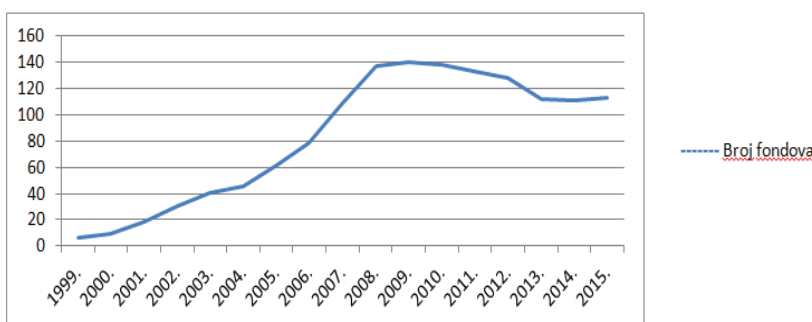
Alternativni investicioni fond (AIF) osniva društvo za upravljanje, sa svrhom prikupljanja sredstava javnom ili privatnom ponudom te njihovog ulaganja u različite vrste imovine, u skladu s odredbama *Zakona o alternativnim investicijskim fondovima*, unaprijed određenom strategijom i ciljem ulaganja. AIF može biti otvoreni ili zatvoreni (HANFA, 2017).

U 2015. godini u Hrvatskoj je poslovalo ukupno 113 investicionih fondova, od toga 85 UCITS i 28 AIF. Među alternativnim investicionim fondovima njih 23 su privatni, tri zatvorena i dva otvorena investiciona fonda. Zbog brojnosti, u tabeli br. 10 nisu navedeni investicioni fondovi Hrvatske po nazivima i društvima koja njima upravljaju, već je dat samo brojčani pregled. Iz navedene tabele može se zaključiti da u Hrvatskoj, kao i u Srbiji, dominiraju otvoreni investicioni fondovi. Osim prema broju, oni dominiraju i prema vrijednosti ukupne imovine kojom upravljaju.

Tabela 9. Pregled broja investicionih fondova Hrvatske u 2015. godini po vrstama  
Prilagođeno prema (HANFA 2017)

| VRSTA FONDA                          | BROJ       |
|--------------------------------------|------------|
| 1. UCITS                             | 85         |
| 2. Alternativni investicioni fondovi | 28         |
| 2.1. Otvoreni investicioni fondovi   | 2          |
| 2.2. Zatvoreni investicioni fondovi  | 3          |
| 2.3 Privatni investicioni fondovi    | 23         |
| <b>UKUPNO</b>                        | <b>113</b> |

Prilikom posmatranja slike br. 5 može se uvidjeti da je broj investicionih fondova Hrvatske od samog početka konstantno rastao, sve do 2009. godine kada dostiže svoj maksimum od 140 fondova. Od tada je ovaj pokazatelj imao blagu tendenciju pada sve do 2014. godine, ali i dalje je daleko veći u odnosu na prethodno analizirane zemlje.

Slika 5. Kretanje broja investicionih fondova Hrvatske od nastanka do danas  
Obrada autora prema (HANFA 2017)

Vrijednost imovine investicionih fondova Hrvatske u godini njihovog nastanka iznosila je 134,75 miliona evra, ali tada je poslovalo samo šest fondova. Povećanjem njihovog broja porasla je i vrijednost imovine, koja je na kraju 2015. godine iznosila čak 2,2 milijarde evra (tabela br. 10), uz rast od 7,83% u odnosu na prethodnu godinu. Kada se izuzme pad vrijednosti imovine od 65,11% u periodu globalne finansijske krize, može se reći da imovina investicionih fondova Hrvatske ima tendenciju rasta, pri čemu je najveći rast vrijednosti ovog pokazatelja postojao na kraju 2005. godine i iznosio je čak 90,34%. Posljednjih godina imovina IF raste, ali po stopama manjim od 10% godišnje.

Tabela 10. Vrijednost imovine investicionih fondova Hrvatske za period 1999-2015.  
Obrada autora prema (HANFA 2017)

| GODINA | UKUPNA VRIJEDNOST IMOVINE IF (milioni EUR) | PROMJENA (%) |
|--------|--|--------------|
| 1999.  | 134,75                                     | /            |
| 2000.  | 174,19                                     | ↑29,27       |
| 2001.  | 328,99                                     | ↑88,87       |
| 2002.  | 479,96                                     | ↑45,89       |
| 2003.  | 512,26                                     | ↑6,73        |
| 2004.  | 738,36                                     | ↑44,14       |
| 2005.  | 1.405,39                                   | ↑90,34       |
| 2006.  | 2.511,20                                   | ↑78,68       |

|       |          |        |
|-------|----------|--------|
| 2007. | 4.596,54 | ↑83,04 |
| 2008. | 1.603,51 | ↓65,11 |
| 2009. | 1.900,78 | ↑18,54 |
| 2010. | 2.115,58 | ↑11,30 |
| 2011. | 1.808,47 | ↓14,52 |
| 2012. | 1.930,63 | ↑6,75  |
| 2013. | 1.980,48 | ↑2,58  |
| 2014. | 2.033,05 | ↑2,65  |
| 2015. | 2.192,25 | ↑7,83  |

Na Zagrebačkoj berzi ne postoji indeks koji prati kretanje cijena akcija investicionih fondova niti su na jednom mjestu dostupni svi podaci ovog tipa. Zbog brojnosti fondova nije ekonomski opravdano ni pojedinačno ih razmatrati. Podaci o ukupnom prometu koji se ostvari poslovanjem investicionih fondova na Zagrebačkoj berzi, takođe, nisu javno dostupni, tako da se ni ovaj segment, kada je riječ o Hrvatskoj, neće posebno razmatrati.

#### 4. ZAKLJUČAK

Kada je riječ o opštoj slici tržišta investicionih fondova, može se reći da sve tri analizirane zemlje značajno zaostaju za razvijenim zemljama. U svim posmatranim zemljama, osim u Srbiji, ove finansijske institucije nisu nastajale zahvaljujući potrebama tržišta, već zbog potrebe za brzim okončanjem procesa privatizacije, budući da su u pitanju tranzicione zemlje. Tako su se formirali privatizacioni investicioni fondovi, čija je osnovna uloga bila usmjeravanje vaučera građana u akcije preduzeća koja su predmet privatizacije. Odsustvo suštinske pretpostavke osnivanja investicionih fondova – prikupljanje novčanih sredstava manjih investitora i njihovo ulaganje u hartije od vrijednosti – od samog početka otežava njihovo pravilno funkcionisanje.

Drugi značajan problem, koji sada uključuje i Srbiju, jesu negativne posljedice globalne finansijske krize iz 2007. godine. Naime, industrija investicionih fondova na ovim područjima bila je još uvijek mlada kada se suočila sa padom vrijednosti imovine, padom cijena akcija, gubljenjem povjerenja investitora u plasmane u rizične hartije od vrijednosti i brojnim drugim negativnim efektima. Izvršena analiza pokazala je da je u svim zemljama u ovom periodu postojalo smanjenje obima poslovanja investicionih fondova. Nakon toga slijedio je postepeni oporavak.

Na osnovu izvršene analize, može se zaključiti da je, iako nedovoljno razvijen, hrvatski sektor investicionih fondova najrazvijeniji u odnosu na ostale zemlje. Postoji nekoliko osnovnih pokazatelja koji to potvrđuju:

- Ranije uspostavljanje ovog sektora na finansijskom tržištu (10 godina prije Srbije i oko pet godina prije BiH) i razvijenije tržište kapitala, obzirom na to da je u pitanju zemlja članica Evropske unije;
- Veći broj investicionih fondova (113 : 33 : 13);
- Raznovrsnost strukture investicionih fondova, koja daje širu mogućnost izbora potencijalnim investitorima;
- Veća vrijednost imovine IF u odnosu na ostale zemlje.

Sudeći po većini relevantnih pokazatelja, reklo bi se da najlošiju poziciju među posmatranim zemljama ostvaruje Srbija. Razlog je globalna finansijska kriza koja je zadesila tržište investicionih fondova ove zemlje u prvim godinama njegovog postojanja. Ipak, obzirom na to da su u pitanju fondovi nastali isključivo zahvaljujući potrebi tržišta za pronalazanjem alternative štednji u bankama, njihov oporavak bilježi se iz godine u godinu. Tako postoji konstantan trend dvostrukih stopa rasta broja ovih fondova, vrijednosti njihove imovine i akcija.

Sveukupni rezultati do kojih se došlo u istraživanju potvrdili su da investicioni fondovi danas u analiziranim zemljama ne predstavljaju značajan dio finansijskog sistema i da, zbog prirode

njihovog nastanka, ne daju značajan doprinos privrednom razvoju. Budućnost tržišta investicionih fondova Bosne i Hercegovine, Srbije i Hrvatske određena je razvojem tržišta kapitala, boljim informisanjem investicione javnosti, razvojem unutrašnje regulative i, najvažnije, postizanjem makroekonomske stabilnosti.

## LITERATURA

1. Cumby, Robert E. and Glen, Jack D. 1990. "Evaluating the performance of international mutual funds". *Journal of Finance*. 45: 497–521.
2. Galetić, Fran i Herceg, Tomislav i Morić, Milovanović, Bojan. 2007. "Microeconomic Analysis of Croatian Stock Investment Funds Market". *Proceedings of Zagreb Faculty of Economics and Business*. 5: 431-438.
3. Jovović, Marina. 2015. „Uloga investicionih fondova u procesu tranzicije u centralnoj i istočnoj Evropi“. Doktorska disertacija. Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije Beograd.
4. Jensen, Michael C. 1968. "The Performance of Mutual Fund in the period 1945–1964". *Journal of Finance*. 23: 389–416.
5. Khorana, Ajay and Servaes, Henri and Tufano, Peter. 2005. "Explaining the size of the mutual fund industry around the world". *Journal of Financial Economics*. 78 (1): 145-185.
6. Leković, Miljan. 2014. „Regionalne razlike u razvoju investicionih fondova Srbije i Hrvatske“. *Bankarstvo*. 5: 70-85.
7. Podobnik, Boris. i Balen, Vanco i Jagrić, Timotej i Kolanović, Marko. 2007. "Croatian and Slovenian Mutual Funds and Bosnian Investments Funds". *Czech Journal of Economics and Finance*. 57 (3-4): 159-177.
8. Sirri, Erik R. and Tuffano, Peter. 1998. "Costly search and mutual fund flows". *Journal of Finance*. 53(5): 1589–1622.
9. Škrinjarić, Tihana. 2013. "Market timing ability of mutual funds with tests Applied on several Croatian funds". *Croatian operational research review*. 4: 176.
10. Treynor, Jack L. 1965. "How to Rate Management of Investment Funds". *Harvard Business Review*. 43: 6375.