

Mr Saša Muminović ¹

BERZANSKI POSLOVI NA PROSTORIMA BIVŠE SFRJ

Berze na prostorima bivše SFRJ se danas mogu posmatrati kao i sve berze na rastućim tržištima koja su za sve investitore vrlo interesantne.

U kontekstu globalizacije finansijskog poslovanja postavlja se pitanje budućnosti berzi u državama nastalim na prostoru bivše SFRJ. Moguća su tri

alternativna pravca razvoja: samostalno postojanje, što je malo verovatno s obzirom da ni berze u zemljama koje su u tranziciji daleko odmakle, nisu u mogućnosti da samostalno egzistiraju, deo regionalne berze, i preko te berze saradnja se nekom velikom evropskom berzom ili stapanje s nekom velikom evropskom berzom.

Sve dok trgovina na berzi bude usmerena pretežno na domaće investitore, u relativno zatvorenom okruženju, razvoj berzi će biti identičan razvoju kakvog su imale sve ostale berze. Onog momenta kada bude bio veći upliv stanog kapitala, i kada prvoklasne akcije iscrpe mogućnosti domaće berze, okrenuće se drugim velikim berzama i navedene berze će morati da razmisli o tesnijoj saradnji sa nekim berzama regiona ili Evrope. Takva saradnja je neminovan proces, jer na duži rok postoji tendencija koncentracije tržišta.



¹ Julon d.d., Ljubljana CFO – zavisnih preduzeća -
sasa.muminovic@gruppobonazzi.com

Iako je većina izučavanja u finansijskoj teoriji posvećena razvijenim finansijskim tržištima, kojima se uočavaju zakonitosti i prate kretanja, sve atraktivnija postaju rastuća tržišta (tržišta u nastajanju) *emerging markets*². Proces globalizacije približio je ova tržišta kako institucionalnim, tako i individualnim investitorima, koji sada na ovim tržištima traže prilike za dobru zaradu.

Iako rastuća tržišta predstavljaju privredni prostor određenih zajedničkih karakteristika, razlike među pojedinim regionima i zemljama su izuzetno velike. Tako na primer, stope nacionalne štednje variraju u rasponu 10 - 50%, u odnosu na BDP. Niska stopa štednje implicira orijentisanost na ino tokove kapitala i zavisnost zemlje od globalne likvidnosti. Zatim, velike razlike u iznosima stranih investicija, i čitav niz drugih posebnosti.

Sumirajući empirijske dokaze, rastuća tržišta karakteriše³:

1. Viša stopa prinosa u odnosu na razvijena tržišta;
 2. Široka varijansa prinosa;
 3. Visoka učestalost velikog rasta i velikog pada cena na tržištu i
 4. Niska međusobna korelacija rastućih i razvijenih tržišta i niska međusobna korelacija pojedinih rastućih tržišta – Istočne Evrope, Latinske Amerike, Azije.
- Nabrajanje se može dopuniti osobinama:
5. Izražen pozitivan ili negativan uticaj priliva stranog kapitala;
 6. Efekat kontaginacije i
 7. Intenzivnija izloženost rizicima pri investiranju.
- Prinosi na rastućim tržištima ne prate

normalni statistički raspored i zbog toga se smatra da je standardna devijacija ponekad navedena kao nepodesna mera rizika. Pored toga iako su u niskoj korelaciji sa rastućim tržištima, zbog visokog intenziteta promene cena, akcije rastućih tržišta ne stabilizuju portfolio. Skoro po definiciji, promenljivost cena na rastućim tržištima je relativno veća u odnosu na druge oblike imovine u tim zemljama. Finansijska kriza 1997. - 1998. pokazala je da promenljivost cena uzrokuje periode visoke i niske napetosti. Cene se mogu menjati usled delovanja fundamentalnih ili tehničkih faktora. Fundamentalna kretanja odražavaju finansijsko zdravlje imovine, a tehnički faktori odražavaju zdravlje tržišta. Ova distinkcija je značajna kada tehničke slabosti prouzrokuju fundamentalnu ranjivost.

Nepredviđeni porasti u promenljivosti cena mogu imati dramatične učinke kada tržišta primaju velike iznose *leverage* investicija. *Leverage*, koji povećava investicionu izloženost kroz pozajmice, rezultira u povećanoj promenljivosti prinosa investicija, kako profita tako i gubitaka. Kada se veliki iznosi *leverage*-a stave u funkciju u datoj vrsti imovine (odnosno hartija od vrednosti), tada celo tržište postaje izloženo preteranim promenama u cenama koje ne reflektuju fundamentalnu stvarnost. Sličan fenomen je i *portfolio efekat* kada investitori moraju da prodaju jednu vrstu imovine (hartije od vrednosti) da bi smanjili preopterećenost u portfoliju koja je porasla zbog dramatičnog podbačaja u nekoj drugoj vrsti imovine (hartije od vrednosti). Sličan efekat se pojavljuje kada investitori agresivno napuste neku vrstu imovine, što prouzrokuje

² Iako ne postoji potpuna saglasnost oko ovog problema, kao najprihvatljivija navodi se definicija Međunarodne finansijske korporacije (*International Financial Corporation - IFC*): Za tržište se kaže da je rastuće ako se ono svrstava u tržišta sa niskim ili srednjim dohotkom, od oko 10.000 US\$ per capita godišnje². I IFC je uvidela ograničenja koja proizilaze iz ovakvog definisanja, i zbog toga je uveden i pristup *Inversion Indexa*, koji odražavaju ograničenja pogledu likvidnosti i vlasništva, koja mogu uticati na potencijalnog investitora. Na osnovu vrednosti indeksa zemlje se svrstavaju u četiri kategorije: otvorene, dosta otvorene, delimično zatvorene i pretežno zatvorene. Što je vrednost indeksa veća zemlje je finansijski otvorenija. Najčešće navođeni indeks rastućih tržišta za instrumente sa fiksnim prihodom je *J.P.Morgan Emerging Markets Bond Index*, denominiranih u dolarima. U indeks ulazi 13 zemalja. *J.P.Morgan* takođe prati i instrumente sa fiksnim prihodom na lokalnim rastućim tržištima kroz *Emerging Market Local Market Index*, koji čini 9 zemalja. Oba ova indeksa uzimaju u obzir likvidnost trgovine i svaku pravnu barijeru za stranog investitora. Razlikovanje rastućih tržišta pomoću ovih indeksa nije, naravno, najbolji pristup, ali pokazuje da je mogućnost investiranja na rastućim tržištima u funkciji ne samo razvoja zemlje, već i u funkciji likvidnosti i mogućnosti pristupa tržištu.

³ Howell, M.J. *Asia Questions Risk*. u Zask, E. eds. (2000): *Global Investment Risk Management*. New York: McGraw-Hill str. 246.

da menadžeri fondova prodaju najlikvidnije hartije od vrednosti bez obzira na apsolutnu ili relativnu vrednost premija⁴.

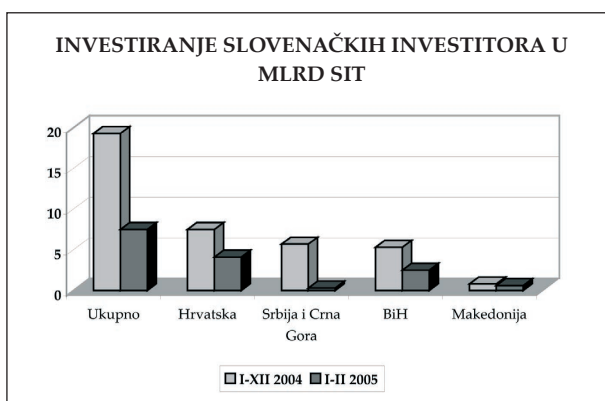
Perspektivnost tržišta je u podcenjenosti akcija i verovatnim preuzimanjima (*take-over*, bez obzira da li se radi o *friendly* ili *hostile* varijanti) domicilnih preduzeća. Prošlu 2004. godinu prostore bivše SFRJ obeležio je rast kurseva. Rast je počeo u Sarajevu, sledilo je u Banja Luci, Srbiji, Crnoj Gori, Hrvatskoj i u Makedoniji. Perspektivnost tržišta iz ugla slovenačkih investitora pokazuje Grafikon 1. Čak je sa 25% ocenjeno tržište(a) na prostorima bivše SFRJ. Imajući u vidu da je navedeni prostor geografski i privredno mnogo manji u odnosu na tržište(a) Istočne Evrope, proizilazi zaključak o izuzetnoj atraktivnosti ovih prostora.

Grafikon 1:



Izvor: www.vzajemci.com

Grafikon 2:



Izvor: Banka Slovenije

Prema podacima Banke Slovenije, koje prikazuje Grafikon 2., u periodu januar 2004. – februar 2005. (14 meseci) Slovenački investitori su na tržišta bivše SFRJ investirali 26,8 milijardi tolara, odnosno 112 mil. EUR. Od 19,3 mlrd SIT koliko je investirano u 2004. godini 90,8% predstavlja investiranje u akcije. Prosečni iznos se u ovoj godini udvostručio na 3,75 mlrd SIT.

Berze u R Hrvatskoj⁵

U R Hrvatskoj postoje dve berze hartija od vrednosti: Zagrebačka berza i Varaždinska berza.

Osnovana 1991. godine Zagrebačka berza je centralno mesto trgovine hartijama od vrednosti i nastavlja tradiciju Zagrebačke burze za robu i vrednote koja je poslovala između 1918 - 1946. godine. Na Zagrebačkoj berzi trguju brokerske kuće članovi berze u svoje ime i za svoj račun ili po nalogu klijenta, vlasnika hartija od vrednosti.

Trgovina hartijama od vrednosti odvija se putem elektronskog trgovinskog sistema **MOST**. Brokerske kuće, članice Berze, povezane su posebnim telekomunikacionim vezama sa sedištem Berze na Ksaveru i unose naloge za kupovinu ili prodaju direktno iz svojih kancelarija te zaključuju transakcije sa ostalim brokerima. Ne postoji jedno fizičko mesto - *floor* gde se odvija trgovina hartijama od vrednosti, već ona teče putem elektronski povezanih trgovaca. Svi brokeri članovi imaju pristup trgovinskom sistemu u realnom vremenu (bez vremenskog kašnjenja / pomaka) kako bi bili u jednakom položaju glede istovremenog primanja informacija o trenutnoj ponudi hartija od vrednosti. Svi zainteresovani mogu putem posebnog Informacionog kanala **MOSTich**, a posredstvom Interneta *on-line* pratiti cene pojedinih akcija za vreme trgovanja. Na Zagrebačkoj berzi trguje se samo onim hartijama od vrednosti koji su uvršteni u jednu od kotacija Berze. Svaki od akcionara Berze ima 60 akcija = 60 glasova što čini 2,22 % kapitala, ukupno: 45 akcionara s 2700 dionica i 2700 glasova

⁴ Johnston, R. Cook. J. *Managing Global Emerging Markets Risk*. u Zask, E. eds. (2000): *Global Investment Risk Management*. New York: McGraw-Hill str. 231.

⁵ Okruženje: R Hrvatska: BDP per capita 10.600 USD, Inflacija 2,7%, Nezaposlenost 19,5%

CROBEX je službeni indeks Zagrebačke berze. Objavljuje se od 01.09.1997. godine. **CROBIS** je službeni obveznički indeks Zagrebačke berze koji se objavljuje od 01.10.2002. godine. Oba glavna hrvatska berzovna indeksa su u samo godini dana naglo porasla i iznenadila i najveće optimiste. Index Zagrebačke berze CROBEX se je od početka 2004. godine do sredine februara 2005. godine povećao za 68%, a index Varaždinske berze VIN za 220%. Uprkos tako eksplozivnom rastu analitičari smatraju da je i nastavak rasti realan. Već u januaru 2005. godine CROBEX je porastao za 23%. U aprilu 2005. godine rast indeksa je zaustavljen. Sa februarskih preko 2000 u maju je vrednost CROBEX indeksa pala na 1750 poena, ali sa vrlo optimističkim predviđanjima.

Promet akcijama u 2004. godini bio je veći za 75% u poređenju sa 2003. godinom, a koliko su rasle cene akcija najbolje govore podaci da je indeks CROBEX više od 20 puta u 2004. godini rušio ranije rekorde i da je na kraju

godine za trećinu viši nego na njenom početku - Grafikon 3. Tržišna kapitalizacija veća je za 70%. Veliki razvoj doživelo je i tržište duga. Udvostručen je broj novo uvrštenih obveznica, a pored korporativnih i državnih ZSE tržištu ponudila municipalne obveznice Koprivnice i Zadra. Krajem juna 2005.godine promet Zagrebačke berze dosegao je 85,3% ukupnog prošlogodišnjeg prometa i iznosio je 2,83 mlrd kuna. Najveći deo prometa je bio u akcijama gde je dostignuto 54,3% prošlogodišnjeg prometa, dok je indeks CROBEX bio 15,4% veći nego u prethodnom polugodišnjem razdoblju. Indeks CROBIS je porastao za 1,9%, a ukupna promet obveznicama zabeležio je pad - Grafikon 4.

Godina 2005. završena je sa rekordnih 10,7 mlrd. kuna prometa i u 101.018 transakcija, što je više nego duplo u odnosu na prethodnu 2004. godinu. – Tabela 1. Zagrebačka berza uvijek je bila predvodnik i promotor novih finansijskih instrumenata, usluga i tehnologija na hrvatskom tržištu kapitala.

Tabela 1.: Pregled trgovanja na Berzi u Zagrebu

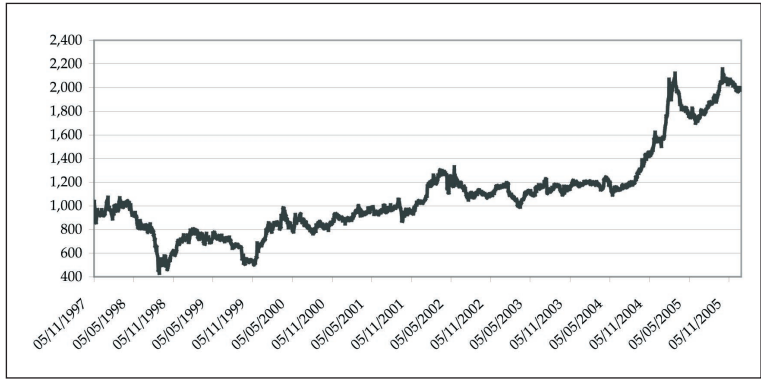
	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
Promet u mil HRK:							
Akcije	527,2	1.529,20	968,5	1.171,40	1.495,10	2.619,40	4.729,9
Obveznice	21,4	460,8	710,6	899,2	612,6	684	516,4
Prava	0	0,4	5,8	8,2	12,3	22,3	02,4
Zapisi				0	12,9	0	0
Prijavljeni promet	548,7	1.990,40	1.684,90	1.636,60	1.139,90	2.667,60	4.002,7
Institucionalni promet				2.163,80	9.058,10	17.761,40	24.953,1
Ukupno	548,7	1.990,40	1.684,90	5.879,20	12.331,00	23.754,60	34.204,4
Redovni volumen:							
Akcije	2.709.248	6.229.431	3.675.775	5.910.000	5.617.912	9.034.992	11.117.974
Obveznice	16.211	60.820.132	92.232.311	115.979.944	162.263.095	210.319.599	243.239.287
Prava	0	1.058.453	14.591.176	24.301.041	35.444.140	32.183.856	3.082.955
Zapisi					13.100.000	0	0
Prijavljeni volumen	2.725.459	68.108.016	110.499.262	211.553.300	150.599.250	409.585.573	1.308.165.456
Institucionalni volumen				300.354.620	1.928.393.649	3.733.664.122	9.155.996.886
Ukupno	2.725.459	68.108.016	110.499.262	658.098.905	2.295.418.046	4.394.788.142	10.721.602.558

Tabela 1.: Pregled trgovanja na Berzi u Zagrebu - nastavak

	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
CROBEX®	715,3	890	1.034,70	1.172,60	1.185,10	1.565,80	1.997,50
CROBIS®				101,2746	101,0215	102,1658	105,82
Ukupni broj transakcija	7.538	18.175	25.943	33.241	35.490	52.794	101.018
Broj aktivnih vrednosnih papira	43	44	60	66	143	153	169
Tržišna kapitalizacija u mil HRK							
Akcije				28.320,40	37.130,50	61.734,40	80.724,50
Obveznice				10.131,00	13.418,80	24.563,70	34.399.40
Ukupno	19.225,10	22.178,60	25.815,50	38.451,30	50.549,20	86.298,10	115.123,90
Broj dana trgovanja	234	247	250	248	248	251	251
Prosečni dnevni:							
Promet	2,3	8,1	6,7	23,7	49,7	94,6	136,3
Volumen	11.647	275.741	441.997	2.653.625	9.255.718	17.509.116	42.715.548
Broj transakcija	32	74	104	134	143	210	402

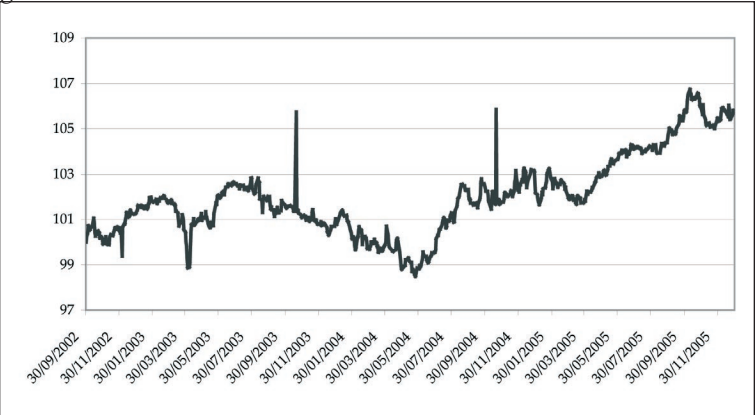
Izvor: www.zse.hr

Grafikon 3.: Kretanje CROBEX-a u periodu 05.11.1997. - 31.12.2005. godine



Izvor: www.zse.hr

Grafikon 4.: Kretanje CROBIS-a u periodu 30.09.2002. - 31.12.2005. godine



Izvor: www.zse.hr

Varaždinska burza pravni je naslednik Varaždinskog tržišta vrijednosnica osnovanog 18.02.1993. godine sa namerom stvaranja infrastrukture potrebne za transparentno trgovanje hartijama od vrednosti nastalih iz prve faze privatizacije državnih preduzeća. U decembru 1996. godine brokerske kuće su otkupile vlasničke udele od prvih osnivača Tržišta. Time su brokerske kuće, članovi Tržišta preuzele i jednake vlasničke udele u kapitalu od 1,6 mil. kuna.

U julu 1997. godine uveden je na hrvatskom tržištu kapitala prvi *on-line* trgovinski sistem sa grafičkim suočavanjem zasnovan na klijent/server tehnologiji rada: OTIS (*On-line Trgovinski Informacijski Sustav*). Umesto prikupljanja naloga telefonom i telefaksom, trgovanje je postalo u potpunosti informatizovano. Tokom 2002. godine *Varaždinsko tržište vrijednosnica* transformisalo se u *Varaždinsku burzu* koja je iste godine ostvarila je preko polovine (51%!) prometa akcijama na hrvatskom tržištu kapitala.

Postupak uvrštenja hartija od vrednosti u Prvu kotaciju Varaždinske berze podrazumeva poštovanje Pravila Prve kotacije Varaždinske berze d.d. Poštovanjem Pravila, akcionarsko društvo podiže nivo transparentnosti sopstvenog poslovanja te mu daje viši nivo verodostojnosti što direktno utiče na podizanje kredibiliteta među ciljnom grupom koju čini investicijska i opšta javnost, a posebno poslovni partneri, zaposleni, akcionari, državne institucije, penzioni fondovi kao najvažniji institucionalni ulagači, banke itd.

Službeni indeks Varaždinske berze je indeks VIN. Grafikon 5. prikazuje kretanje VIN indeksa u periodu 02.01.1998. - 31.12.2005. godine.

Društvo koje udovolji uslovima iz Pravila uvrštenja u Prvu kotaciju i koje nastavi poštovati ista pravila nastavljajući poslovati kao društvo iz najviše berzanske kotacije, na najboljem je putu da kapitalizira takvu poziciju kroz:⁶

- transparentno trgovanje akcijama
- dnevnu prisutnost u medijima putem

berzanskih izveštaja

- povećanje dostupnosti razvojnog kapitala
- podizanje image-a, prepoznatljivost imena i kredibiliteta firme
- lakše upravljanje imovinom, sticanje i otpuštanje sopstvenih akcija

Izdavatelj prilikom uvrštenja u najvišu kotaciju Varaždinske berze treba udovoljiti osnovnim uslovima Pravila Prve kotacije Varaždinske berze d.d.⁷

- minimalni osnovni kapital za akcionarska društva: 30.000.000,00 HRK
- minimalni osnovni kapital za investicione fondove: 25.000.000,00 HRK
- revidirani finansijski izvještaji za poslednje tri uzastopne godine
- najmanje 25% osnovnog kapitala treba biti dostupno javnosti (u posedu domaće ili strane investicijske javnosti) - iz investicijske javnosti isključeni su akcionari koji posjeduju više od 5% osnovnog kapitala društva te menadžment društva
- sve akcije istog roda trebaju biti uvrštene u Prvu kotaciju
- celo izdanje uvrštenog izdavatelja treba biti dematerijalizovano u *Središnjoj depozitarnoj agenciji* (SDA)
- redovno izveštavanje javnosti o cenovno osetljivim informacijama navedenima u *Uvjetima*

Postupak uvrštenja akcionarskih društava u Prvu kotaciju Varaždinske berze⁸:

- Odluka izdavatelja o uvrštenju akcija u Prvu kotaciju Varaždinske berze
- Odabir pokrovitelja uvrštenja
- Postupak pripreme prospekta kojim se gradi celovita slika o poslovanju izdavatelja
- Dostavljanje Zahteva za odobrenje prospekta izdavatelja Odboru za uvrštenje
- Donošenje odluke o odobrenju Prospekta - Odbor za uvrštenje
- Dostavljanje Zahteva za uvrštenje hartija od vrednosti u Prvu kotaciju Varaždinske berze sa svim potrebnim prilogima - Varaždinskoj berzi
- Donošenje odluke o odobrenju Zahteva za

⁶ Izvor: www.vse.hr

⁷ Izvor: www.vse.hr

⁸ Izvor: www.vse.hr

uvrštenje hartija od vrednosti izdavatelja u Prvu kotaciju Varaždinske berze

- Potpisivanje Ugovora o uvrštenju - izdavatelj hartija od vrednosti i Varaždinska berza

Tabela 2. prikazuje statistiku trgovanja na Varaždinskoj berzi. Vidljiv je rast prometa i konstantan rast tržišne kapitalizacije, što je najbolji pokazatelj aktivnosti na berzi.

Za dva najveća hrvatska tržišta kapitala dan u kojem su počeli pregovori s EU bio je rekordan u svakom pogledu. Na Zagrebačkoj berzi zabeležen je dosad najveći broj transakcija u jednom danu, najviši nivo CROBEX-a do tada, kao i nivo ukupnog prometa u samo jednom danu. Dosadašnji prosek broja transakcija u jednom danu iznosio je 300, da bi 03.10.2005.

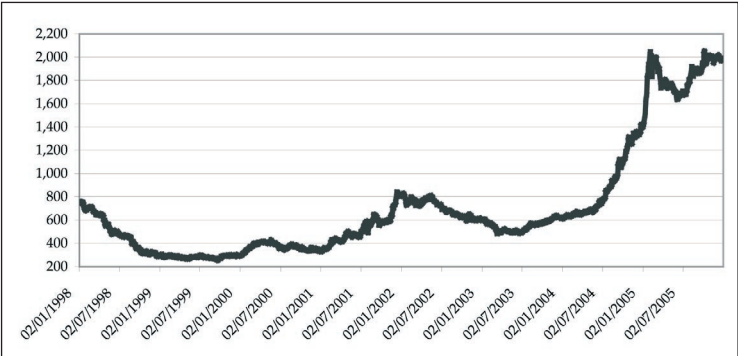
godine bila izvršena ukupno 1.441 transakcija i ostvareno 782,31 miliona kuna prometa. Vrednost indeksa CROBEX narasla je za 3,98%, na 2.123,1 poena, dok je obveznički indeks CROBIS ostao na 104.9941 poena. Snažan porast cena, broja transakcija i prometa obeležio i dan u kojem su počeli pregovori s EU na Varaždinskoj burzi. Rekordan promet od 1,5 miliona kuna ostvaren je već prvoj sekundi otvaranja Berze, a u predtrgovanju tražnja je nadmašivala ponudu za čak 14 akcija. Do kraja dana promet je povećan na 24 miliona kuna, a indeks VIN je porastao za 4,57%, na 2.021 poen što je druga najveća vrednost indeksa Varaždinske berze u 2005. godini.

Tabela 2.: Pregled trgovanja na Berzi u Varaždinu

	1999. godina	2000. godina	2001. godina	2002. godina	2003. godina	2004. godina	2005. godina
Prva kotacija			0,00	47.960.518,79	45.450.938,13	78.049.812,48	137.681.872,83
Druga kotacija	66.413,00	202.996,40	1.061.757,00	966.678,00	186.255,00	641.426,87	276.041,63
Kotacija javnih a.d.					167.314.832,61	623.826.678,36	990.010.550,49
PIF kotacija	10.545.080,84	97.492.771,00	417.119.625,63	306.157.938,55	14.902.491,20		
Kotacija prava	436.977.220,88	302.286.340,92	106.755.453,86	74.025.785,22	73.603.680,57	51.366.862,13	40.725.053,18
Slobodno tržište		19.653.827,70	532.055.834,56	934.501.609,48	402.704.392,98	602.904.286,97	1.072.725.002,50
UKUPNO	447.588.714,72	419.635.936,02	1.056.992.671,05	1.363.612.530,04	704.162.590,49	1.356.789.066,81	2.241.418.520,63
Javne dražbe (u Pravima)		78.645.121,00	279.850.247,00	216.568.541,00	208.517.225,00	90.765.695,00	42.997.852,00
Međuinstitucionalni pr.						7.438.453,17	7.462.000,00
Broj hartija od vrednosti	451	503	565	379	386	391	422
Tržišna kapitalizacija	7.747.337.939,84	6.794.528.900,07	14.323.041.877,05	15.608.946.384,77	23.363.653.596,41	41.740.383.556,30	63.281.407.390,90

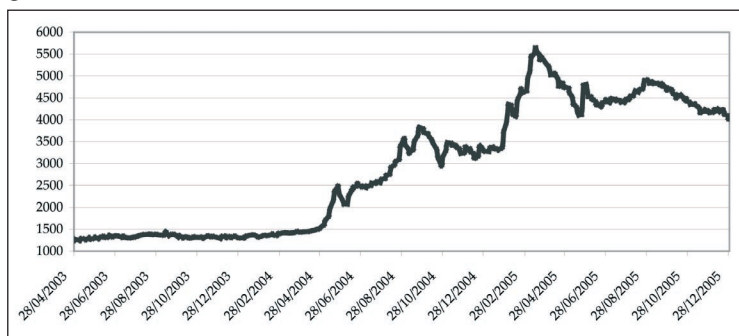
Izvor: <http://www.vse.hr>

Grafikon 5.: Kretanje VIN indeksa u periodu 02.01.1998. - 31.12.2005. godine



Izvor: <http://www.vse.hr>

Grafikon 6.: Kretanje BIFX indeksa u periodu 28.04.2003. - 31.12.2005. godine



Izvor: www.sase.ba

Berza u Sarajevu⁹

Berzu u Sarajevu, **SASE**, osnovalo je 13.09.2001. godine osam brokerskih kuća. Prva aukcija u iznosu od 3.099,00 KM održana je 12.04.2002. godine. U toj godini ostvaren je promet od preko 41,5 miliona KM, u 20.538 transakcija. Aprila meseca 2003. godine SASE je prezentovala prvi berzanski indeks u Bosni i Hercegovini pod nazivom *Bosnian Investment Funds Index* (BIFX¹⁰). Kretanje BIFX indeksa u periodu 28.04.2003. - 31.12.2005. godine prikazuje grafikon 6. Ukupan promet u 2003. godini iznosio je preko 118,5 mil. KM, u 37.166 transakcija, da bi u 2004. godini dostigao 201,1 mil.KM, sa 60.741 transakcija. U aprilu 2004. godine Uveden novi način trgovine *Multi Fixing Trading Schedule* (MFTS) – vrsta kontinuiranog trgovanja.

Tržište Sarajevske berze organizovano je na tri segmenta, na kojem se trguje po posebnim pravilima. Zvanična Kotacija. - Segment tržišta gde se trguje *blue-chips*, t.j. akcijama najkvalitetnijih domaćih preduzeća. Da bi jedno društvo bilo primljeno u kotaciju, mora ispunjavati, pored opštih uslova i sledeće kriterijume¹¹:

- Veličina kapitala (Ukupni kapital po zadnjem bilansu stanja: osnovni kapital, uplaćeni višak, rezerve, prenesena čista dobit ili gubitak prethodnih godina, revalorizacijska

popravka kapitala, nepodeljena čista dobit ili gubitak poslovne godine); 4.000.000 KM

- Veličina klase akcija: min. 2.000.000 KM (knjigovodstvena vrednost pri prvom listingu; tržišna ukoliko se akcijama već trgovalo na drugom segmentu)
- Najmanje 25% klase akcija u javnoj emisiji
- Klasa akcija mora imati najmanje 150 vlasnika.

Ovo su uslovi koje emitent treba da ispunjava da bi bio uvršten u kotaciju. O uvrštenju emitenta na Kotaciju odlučuje *Odbor za prijem vrijednosnih papira u Kotaciju*. Nakon što je emitent na Kotaciji, on Berzu i javnost redovno mora obavestavati o svim događajima koji utiču na njegovo poslovanje. Takođe je obavezan Berzi dostavljati polugodišnje i godišnje finansijske izvještaje.

Njegovo poslovanje treba da bude što transparentnije, kako bi potencijalni investitor mogao proceniti da li ulaganje u ovog emitenta obaćava povećani povrat uložених sredstava. Ozbiljan investitor sigurno neće investirati u društvo čije je poslovanje za njega *black box*.

Kotacija fondova je segment Zvanične kotacije koji je rezervisan za investicione fondove (za sada samo privatizacioni investicioni fondovi). Uvrštenje akcija IF-ova i PIF-ova vrši se na sličan način kao i kod redovnih emitenata, samo što je uvrštenje ovih emitenata propisano Zakonom i propisima *Komisije za vrijednosne papire*. Ostale odredbe, kao na primer obaveza objave informacija o poslovanju, ograničenje kurseva itd. važe analogno i za PIFove. Krajem novembra 2005. godine većina privatizacionih investicionih fondova (PIF) iz Federacije BiH trebalo je održati skupštine akcionara na kojima je jedna od glavnih tačaka dnevnog reda bila transformacija PIF-a u investicioni fond (IF).

Slobodno tržište je segment tržišta

⁹ Okruženje: Bosna i Hercegovina: BDP per capita 6.100 USD, Inflacija 0,7%, Nezaposlenost 40%

¹⁰ **Bosnian Investment Fund Index - BIFX** je indeks koji prati kretanje kurseva Privatizacionih investicionih fondova listiranih na Sarajevskoj berzi. Radi se o ponderisanom (*weighted*) indeksu, pri čemu se kao ponder koristi tržišna kapitalizacija hartija od vrednosti, u ovom slučaju akcija fondova. Kao početne vrednosti (*base value*) korišteni su kursevi akcija dana 28.05.2002. godine, t.j. prvog dana kada su postojali utvrđeni kursevi za sve PIF-ove.

¹¹ Izvor: www.sase.ba

Sarajevske berze na kojem su uslovi prijema najblaži. Da bi se hartijom od vrednosti počelo trgovati na Slobodnom tržištu, dovoljno je da brokerska kuća ili emitent sam postavi zahtev za uvrštenje. Ukoliko emitent podnese zahtev za uvrštenje, mora Berzi dostavljati finansijske izveštaje o svom poslovanju.

Wall Street Journal i *Heritage Foundation* svrstali su BiH na 74¹². mesto, od 161, u svetu po ekonomskim slobodama. Step en ekonomske slobode u BiH je 2005. godini ocenjen sa 3,01, što je poboljšanje u odnosu na 2004. godinu, kada je BiH zauzimala 84. mesto na listi sa ocenom 3,16. BiH beleži napredak, ali neka područja i dalje ostaju prepreke u ekonomskoj slobodi. Bankarstvo je ocenjeno sa 2,0 a najbolji indeks beleže vlasnička prava i regulativa - indeks 5,0. Vrednost indeksa 2,5 beleži trgovina, vladine intervencije, fiskalno opterećenje 2,6, a ocena 3,0 odnosi se na cene, strane investicije i zarade. BiH prilično loše stoji i sa sivom ekonomijom – indeks 3,5

Tabela 3.: Statistika Sarajevske berze

	2003.	2004.	2005.
Promet u KM	118.888.794	201.137.333	555.443.930
Promet akcija	25.469.731	38.647.412	64.554.489
Broj hartija na berzi	394	607	753
Broj transakcija	37.166	60.741	115.916

Izvor: <http://www.sase.ba/>

Rast kurseva akcija u 2005. godini počeo je i na Sarajevskoj berzi. Uprkos lošim privrednim prilikama, 30% nezaposlenost, visok udeo sive ekonomije u ukupnom društvenom proizvodu, nedisciplini u plaćanjima investitori smatraju BiH tržište kapitala veoma zanimljivim. I to za ulaganja u akcije i u privatizacijski fond. Udeli u fondovima još uvek kotiraju sa potcenjenim vrednostima. S obzirom na još uvek veliku raspršenost vlasništva mogućnosti za preuzimanja, a time i za rast kurseva. Pored fondova ne treba iz posmatranja izostaviti *blue chips* – farmacija, telekom, banke BIFX je u nastavku 2005. godine pratio pad CROBEX-a, koji se može okarakterisati kao zatišje i

pregrupisanje investitora. U 2005. godini ostvaren je ukupni promet od 555.443.930 KM, u 115.916 transakcija, što je povećanje u odnosu na 2004.godinu od 176% u ukupnom prometu, 67% u prometu akcija i 91% u broju transakcija.

Berza u Banja Luci

Usvajanjem *Zakona o hartijama od vrijednosti* 1998. godine stvorena je zakonska podloga za uspostavljanje tržišta kapitala u Republici Srpskoj. Tek 09. maja 2001. godine bio je potpisan Ugovor o osnivanju Banjalučke berze od strane osam banaka i jednog preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrednosti. Iste godine je *Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske* izdala dozvolu za rad Banjalučkoj berzi. U novembru 2001. godine registrovana je prva hartija od vrednosti iz postupka privatizacije u Centralnom registru. Berzanski sistem trgovanja Ljubljanske berze

preuzet je na osnovu zaključenog ugovora o prenosu licence između Direkcije za privatizaciju Republike Srpske i Banjalučke berze marta meseca 2002. godine, da bi iste godine bio potpisan i Memorandum o saradnji sa Ljubljanskom berzom, u cilju omogućavanja regionalne razmene informacija o trgovini i emitentima.

Iste godine je na Beogradskoj Berzi potpisan sporazum o regionalnoj saradnji u oblasti edukacije i finansijskog tržišta. Prva aukcija za pakete akcija državnog kapitala na Banjalučkoj berzi održana je u avgustu 2003. godine.

Organizacija tržišta

Tržište na Banjalučkoj berzi se sastoji od berzanske kotacije i slobodnog berzanskog tržišta. Berzanska kotacija je prestižni deo tržišta gde je pored opštih uslova neophodno ispuniti i specifične kriterijume vezane za veličinu kapitala, disperziju vlasništva, performanse poslovanja i objektivnost finansijskog izveštavanja. Obzirom na stadijum na kome

¹² Raspon ocena ekonomske slobode kreće se od 1 do 5, s tim da je najbolja ocena 1, a najslabija 5. Hrvatska se nalazi na 55. mestu a Slovenija na 45. mestu.

se nalazi tržište kapitala u Republici Srpskoj, slobodno berzansko tržište se pojavljuje kao segment koji obuhvata najveći deo hartija od vrednosti koje nastaju u privatizacionim procesima.

Opšti uslovi za uključivanje hartija od vrednosti na organizovano tržište su¹³:

- da se njima može organizovano trgovati,
- da su u celini uplaćene,
- da su neograničeno prenosive,
- da su emitovane u nematerijalizovanom obliku,

U berzansku kotaciju se primaju hartije od vrednosti koje pored opštih uslova ispunjavaju i određene kriterijume¹⁴:

Za akcije:

- najmanje tri godine poslovanja
- revidirani računovodstveni izveštaji
- visina kapitala - 5 mil KM
- minimalna veličina emisije akcija - 1mil KM
- postotak klase akcija u javnosti – najmanje 15%
- broj imalaca klase akcija – najmanje 50

Za obveznice:

- najmanje tri godine poslovanja
- revidirani računovodstveni izveštaji
- ukupna nominalna vrednost serije obveznica

Obveznice čije je emitent Republika Srpska se uvrštavaju na berzansku kotaciju bez obzira na ispunjavanje navedenih kriterijuma.

Na berzanskoj kotaciji, segment kotacija Privatizacionih investicionih fondova, se nalaze akcije 13 PIF-ova, dok se na berzanskoj kotaciji nalaze akcije Rafinerije ulja AD Modriča i VB Banke AD Banja Luka

Na slobodnom berzanskom tržištu nalaze se hartije od vrednosti koje ispunjavaju opšte uslove za uvrštavanje. Uvrštavanje na slobodno berzansko tržište vrši se na zahtev emitenta, pojedinog imaoća hartije od vrednosti ili po službenoj dužnosti. Akcije iz postupka privatizacije i javno emitovane hartije uvrštavaju se po službenoj dužnosti na osnovu izveštaja *Centralnog registra*.

Broj registrovanih hartija od vrednosti na ovom tržišnom segmentu iznosio je 370 krajem 2002. godine, dok je krajem oktobra 2003. godine broj preduzeća čije su akcije uvrštene na slobodno berzansko tržište iznosio 650. Nakon konstituisanja svih akcionarskih društava, koja su prošla vaučersku privatizaciju, na slobodnom berzanskom tržištu će se pojaviti oko 800 hartija od vrednosti.

Trgovanje na Banjalučkoj berzi se odvija preko berzanskih posrednika, članova berza. Koristi se elektronski sistem trgovanja razvijen u Ljubljanskoj berzi. Članovi berze mogu biti preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrednosti i banke sa sedištem u Republici Srpskoj. Članovi berze su obavezno i akcionari berze. Na Banjalučkoj Berzi se trguje metodom periodičnih aukcija sa preovlađujućom cenom, koje se prema trenutno važećem rasporedu održavaju jednom nedeljno.

Trgovanje je podjeljeno u tri faze:

1. **faza prije otvaranja tržišta**, kada brokeri mogu unositi, menjati i opozivati vlastite naloge,
2. **otvaranje tržište**, kada se izračunava preovlađujuća cena i automatski zaključuju poslovi
3. **otvoreno tržište**, kada je dozvoljen unos samo *naloga sa rasponom i odstranjenjem neizvršene* količine, i to kupovnih naloga, ako je nakon otvaranja tržišta preostala određena količina prodajnih naloga koji se mogu realizovati po preovlađujućoj ceni, odnosno prodajnih naloga, ako je nakon otvaranja tržišta preostala određena količina kupovnih naloga koji se mogu realizovati po preovlađujućoj ceni.

Članovi berze mogu zaključivati poslove izvan organizovanog tržišta ako su ispunjeni sledeći uslovi¹⁵:

- vrednost posla iznosi najmanje 200.000 KM,
- predmet transakcije je blok hartija od vrednosti,
- član Berze zaključuje takav posao za svoj račun i za račun jednog klijenta ili račun

¹³ <http://blberza.com>

¹⁴ <http://blberza.com>

¹⁵ <http://blberza.com>

dva klijenta
Članovi Banjalučke berze su:

- Balkan Investment Banka ad Banja Luka
- Bobar banka AD Bijeljina
- Eurobroker ad Banja Luka
- Grand Broker ad Zvornik
- Hypo-Alpe-Adria Bank ad Banja Luka
- Nova Banjalučka banka ad Banja Luka
- Nova banka ad Bijeljina
- Razvojna banka ad Banja Luka
- LHB banka ad Banja Luka
- Zepster Komerc banka ad Banja Luka

Strani ulagač je u potpunosti izjednačen sa domaćim licima u pogledu prava i obaveza, te pravnog položaja u preduzeću. Strani ulagač stiče pravo i na dodatne garancije kakve se ne daju domaćima licima, jer je Ustavom Republike Srpske propisano da se prava stečena ulaganjem kapitala neće umanjiti zakonom ili drugim propisom, te da se osigurava nesmetano iznošenje dobiti iz zemlje i slobodno iznošenje kapitala po prestanku ulaganja.

Banjalučka berza hartija od vrednosti je počela je sa radom 14.03.2002. godine, kao prvo organizovano tržište kapitala u Bosni i Hercegovini. Iako je ostvaren tek simboličan promet, prve transakcije su dokazale da su uspostavljene osnovne funkcije tržišta kapitala: platforma za trgovanje, sistem za registraciju hartija od vrednosti, obračun i poravnanje, garantni fond, te regulatorne i kontrolne funkcije koje vrši *Komisija za hartije od vrijednosti*. Broj registrovanih hartija od vrednosti sa početnih 20 povećao se na 370 krajem 2002. godine.

Do kraja godine transakcije su zaključivane sa 86 hartija od vrednosti. U 6714 transakcija ukupno je prometovano 28.128.713 akcija, odnosno 6.989,170 KM. Ukupna tržišna kapitalizacija iznosila je krajem 2002. godine oko 87 miliona KM. Najvažniji faktor koji je odredio dinamiku razvoja tržišta kapitala u 2002. godini je sigurno tržišni materijal. Do kraja 2002. godine registrovano je 370 hartija od vrednosti, što predstavlja manje od polovine od ukupnog broja hartija iz postupka privatizacije koje trebaju biti registrovane. Reč je, uglavnom, o akcijama manjih i srednjih preduzeća.

Akcije velikih kompanija, koje predstavljaju najvažniji tržišni materijal još uvijek nisu bile na tržištu. Korporatizacija nekih strateških kompanija i registracija njihovih akcija započela je krajem 2002. godine i akcije ovih kompanija su uvrštene na berzu u prvoj polovini 2003. godine.

Drugi faktor koji se treba izdvojiti je proces konstituisanja PIF-ova. Značaj ovog faktora se ogleda u činjenici da je većina građana uložila vaučere u fondove, te da PIF-ovi po tom osnovu postali vlasnici najvećeg dela državnog kapitala koji je bio ponuđen na vaučerskoj privatizaciji. Obzirom da je oko 850.000 građana uložio svoje vaučere u PIF-ove, može se približno ustanoviti da su PIF-ovi vlasnici oko 2/3 državnog kapitala koji je bio na vaučer ponudi. PIF-ovi su tek u februaru 2003. godine primljeni u berzansku kotaciju. Pre svega, bilo je potrebno određeno vreme da se pojavi prava tražnja za akcijama fondova i da se stabilizuju njihove cene. Pored toga, usledio je proces konsolidacije portfelja akcija koje posjeduju PIF-ovi. Neposredna posledica uvrštavanja fondova na tržište je porast tržišne kapitalizacije u martu 2003. godine na 148,7 miliona KM. Nakon uvrštavanja Telekoma Srpske i Banjalučke pivare, ukupna kapitalizacija trgovanih hartija od vrednosti prešla je 500 miliona KM početkom maja 2003. godine. Krajem oktobra 2003. godine broj uvrštenih kompanija je prešao 650, dok je tržišna kapitalizacija na dan 31.10.2003. godine

Tabela 4.: Pregled trgovanja na Berzi u Banja Luci – vrednost prometa u KM

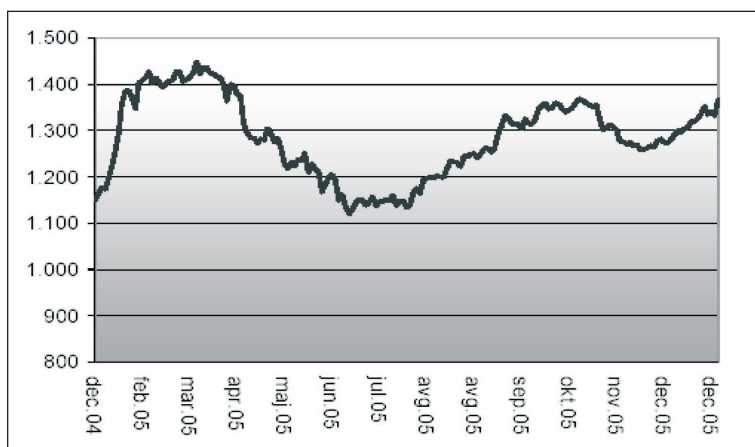
Mesec	2002.	2003.	2004.	2005.
Januar		272.813	3.302.730	7.676.089
Februar		1.131.120	9.473.592	13.810.537
Mart	150	3.311.666	6.892.537	37.896.838
April	37.500	7.200.951	6.552.874	9.117.675
Maj	95.542	2.298.899	5.027.117	9.540.366
Jun	1.517.605	4.134.449	6.237.199	9.401.787
Jul	568.291	7.583.669	Np	7.887.333
Avgust	529.883	8.467.819	Np	13.148.393
Septembar	535.208	6.024.240	Np	63.574.318
Oktobar	1.717.060	10.564.182	Np	14.190.053
Novembar	824.528	4.999.914	16.013.771	13.170.728
Decembar	1.163.397	16.538.982	17.982.035	78.793.534
Ukupno:	6.989.170	72.528.704	100.806.620	278.207.651

<http://blberza.com>

iznosila 587.4 miliona KM.

Rast kursa u Republici Srpskoj pratio je rast kursa u Federaciji. U 2004. godini promet na svim segmentima tržišta bio je za 39% viši nego u 2003. godini. Godinu 2004. obeležilo je i formiranje indeksa na Banjalučkoj berzi. 1.maja formiran je BIRS – *Berzanski indeks Republike Srpske*, a 1. avgusta formiran je FIRS – *Indeks investicionih fondova Republike Srpske*. Oba indeksa zabeležila su rast u 2004.godini, BIRS za 15%, a FIRS za 85%. Ukupna tržišna kapitalizacija svih hartija od vrednosti iznosila je 1.601.032.372 KM, dok je ukupan broj uvrštenih hartija od vrednosti iznosio 728.

Grafikon 7.: Kretanje indeksa BIRS Banjalučke berze u 2005. godini



Izvor: <http://www.blberza.com/>

U prvih šest meseci 2005. godine, ukupan promet na Banjalučkoj berzi iznosio je 87.343.292 KM, odnosno 133% više u odnosu na prvih šest meseci 2004. godine. Izuzimajući pakete akcija državnog kapitala, poslove prijavljene po osnovu preuzimanja i blok poslove, promet je u prvih šest meseci iznosio 51.808.656 KM, odnosno prosečno 555 KM po transakciji, odnosno zaključeno je 93.324 transakcije ili 1.167 dnevno. Najviše transakcija izvršeno je akcijama Privatizacijskih investicionih fondova 45,84%, akcijama na berzanskoj kotaciji 29,04% i na slobodnom berzanskom tržištu 25,12%. Godina 2005. završena je prometom 278 mil. KM, odnosno 175,88% većim nego u prethodnoj godini. Od ukupnog prometa 39,51% čini redovan promet,

54,85% čine blok poslovi, 3,58% čine prodaje paketa akcija državnog kapitala i 2,06% čine poslovi preuzimanja akcionarskih društava. Indeks BIRS je u 2005. godini porastao 18,89%, a indeks FIRS 26,67% - Grafikoni 7. i 8. Ukupna tržišna kapitalizacija 31.12.2005. godine iznosila je 2.874.140.399 KM, odnosno 79,51% više nego 31.12.2004. godine.

Od 3. oktobra 2005. na Banjalučkoj berzi počela je trgovina prema novom načinu trgovanja - kontinuirani sistem trgovanja akcijama koje su uvrštene na berzansku kotaciju. Na novi način trgovalo se akcijama Telekomu Srpske, Rafinerije ulja Modriča, LHB Banke i

13 privatizacionih investicionih fondova. Akcijama koje su uvrštene na slobodno berzansko tržište i dalje će se trgovati kroz dosadašnji aukcijski sistem trgovanja. Osnovna razlika između aukcijskog i kontinuiranog trgovanja je što se na novi način akcijama jednog emitenta u toku jednog dana može trgovati po više različitih cena u dozvoljenom rasponu od +/- 10%. S obzirom da novi način trgovanja podrazumeva i više cena za istu akciju u toku dana,

Grafikon 8.: Kretanje indeksa FIRS Banjalučke berze u 2005. godini



Izvor: <http://www.blberza.com/>

Banjalučka berza će u kursnoj listi objavljivati prosečnu cenu akcije. Pored toga, u kursnoj listi će se objavljivati i najviša i najniža cena za određenu akciju u toku jednog dana trgovanja. Dani trgovanja za kontinuirano i aukcijsko trgovanja i dalje ostaju ponedjeljak, utorak,

sreda i četvrtak, dok se aukcije za pakete akcija državnog kapitala odvijaju petkom.

Iako je ovo tržište u poređenju sa prethodnim manje i sa nižom likvidnošću, nudi također atraktivne fondove i *blue chips*. Među njima su

interesantni Telekom RS i Banjalučka pivara zbog najavljene prodaje državnog vlasništva – ponovo već pomenuta preuzimanja kao šanse za zaradu.

(nastavak u sledećem broju)

Literatura

1. Web stranica Montenegro berze: <http://www.montenegroberza.com/>
2. Web stranica Nove berze: <http://www.nex.cg.yu>
3. Web stranica berze u Banja Luci: <http://www.blberza.com>
4. Web stranica berze u Sarajevu: <http://www.sase.ba>
5. Web stranica berze u Zagrebu: <http://www.zse.hr>
6. Web stranica berze u Varaždinu: <http://www.vse.hr>
7. Web stranica: <http://www.sem-on.net>
8. Web stranica berze u Beogradu: <http://www.belex.co.yu>
9. Web stranica berze u Skoplju: <http://www.mse.org.mk>
10. Howell, M. J. *Asia Questions Risk*. u Zask, E. eds.(2000): *Global Investment Risk Management*. New York: McGraw-Hill
11. Johnston, R. Cook. J. *Managing Global Emerging Markets Risk*. u Zask, E. eds. (2000): *Global Investment Risk Management*. New York: McGraw-Hill
12. Horvat, B. (1999): *Tranzicija i restauracija*. Zagreb: Ekonomija.

Rezime:

Zemlje nastale na prostorima bivše Jugoslavije iskusile su razaranja u ekonomskom, političkom i opštedruštvenom smislu, koje se ogledalo u materijalnom siromašenju širokih slojeva stanovništva i padu priznatih društvenih vrednosti. Sve ekonomije novonastalih država bile su suočene sa manjom ili većom inflacijom koja je distorzivno delovala na realni, a posebno finansijski sektor. Umesto tako priželjkivane tranzicije ekonomije su se našle u jednom retro procesu - procesu "restauracijske recesije"³¹ Usprkos tim negativnim kretanjima u prošlosti berze na prostorima bivše SFRJ se danas mogu posmatrati kao i sve berze na rastućim tržištima koja su za sve investitore vrlo interesantne.

Summary:

Former Yugoslav republics have experienced destruction in economic, political and social sense, with consequence in material poverty of large part of population, and decline in social values. All economies of new countries were faced with more or less high inflation with destructive impact on real and especially on financial sector. Instead of expected transition, economies were in one retro-process called "restored recession". Despite those negative movements in the past, stock exchanges in former Yugoslav republics today could be analysed as all stock exchanges on emerging markets, which are for all investors very interesting.

³¹ Pojam koji je uveo prof. dr. Branko Horvat. On naglašava da danas postoje dve alternativne strategije društveno-ekonomskih promena: **tranzicija i restauracija**. Tranzicija je kretanje napred, od jednog lošijeg ekonomskog sistema, ka drugom boljem ekonomskom sistemu koji ima veću stopu ekonomskog rasta, koji je efikasniji, itd. Drugi alternativni put je restauracija tj. kretanje unazad. To je kretanje od etatizma i samoupravnog socijalizma prema istorijsko nižim oblicima kapitalizma, koji drugi autori nazivaju "divlji kapitalizam" ili "prvobitna akumulacija kapitala" Više u: B.Horvat: *Tranzicija i restauracija*. Ekonomija. Zagreb 1999., str.1-27