

KOMISIJA ZA HARTIJE OD VRIJEDNOSTI REPUBLIKE SRPSKE



Banja Luka, maj 2015. godine

Adresa:	Banja Luka Vuka Karadžića 6
Telefon(i):	+387 51 218 356 +387 51 218 362 +387 51 212 199
Faks:	+387 51 218 361
e-mail:	kontakt@secrs.gov.ba
Web:	www.secrs.gov.ba

Izvještaj o stanju na tržištu hartija od vrijednosti
[www.secrs.gov.ba/Izvjestaj o stanju 2014.pdf](http://www.secrs.gov.ba/Izvjestaj_o_stanju_2014.pdf)

SADRŽAJ

I	MEĐUNARODNA FINANSIJSKA TRŽIŠTA I EKONOMSKA SITUACIJA	4
II	KRIZA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA	6
III	TRŽIŠTE KAPITALA REPUBLIKE SRPSKE	9
	1. Normativno-pravni okvir	9
	2. Makroekonomsko i finansijsko okruženje.....	11
	3. Primarno tržište.....	17
	4. Sekundarno tržište	23
	4.1. Berzanski pokazatelji	23
	4.2. Registracija, obračun, poravnanje i prenos hartija od vrijednosti	35
	4.3. Izvještavanje i objavljivanju informacija od strane emitenata	39
	4.4. Preuzimanje akcionarskih društava	42
	4.5. Promjena oblika akcionarskog društva i promjena pravne forme.....	44
	4.6. Rezultati poslovanja emitenata hartija od vrijednosti	45
IV	INVESTICIONI FONDOVI.....	47
	1. Neto vrijednost imovine	48
	2. Naknada za upravljanje.....	50
	3. Trgovanje akcijama fondova	50
	4. Aktivnosti investicionih fondova.....	54
	5. Izmjene i dopune Zakona o investicionim fondovima	61

I MEĐUNARODNA FINANSIJSKA TRŽIŠTA I EKONOMSKA SITUACIJA

Prema projekcijama Međunarodnog monetarnog fonda (MMF), prognoza globalnog privrednog rasta u 2015. godini iznosi 3,8%. Rizici koji će odrediti ovaj rast obuhvataju pogoršanje geopolitičkih tenzija i širenje rizika na finansijskim tržištima, stagnaciju i nizak potencijalni rast u razvijenim ekonomijama, te pad potencijalnog rasta u privredama u razvoju. Ove prognoze su zasnovane na pretpostavkama da će razvijene ekonomije biti ključni pokretači oporavka i da će geopolitičke tenzije postepeno opadati, jer pogoršanje ovih tenzija može da dovede do rasta cijena nafte, pada cijene imovine i dalju ekonomsku neizvjesnost.

Finansijska tržišta su u 2014. godini uglavnom vođena povećanjem neslaganja između monetarnih politika velikih ekonomija. U SAD, na sastanku održanom u decembru Savezni komitet za otvoreno tržište (eng. Federal Open Market Committee – FOMC) ostao je na stanovištu da će inflacija postepeno rasti prema ciljnoj stopi od 2%, kako se tržište rada poboljšava i efekti nižih cijena energenata slabe. Iako Sistem federalnih rezervi SAD (eng. Federal Reserve System – FED) mijenja svoje smjernice u predviđanju, najavljujući da će biti "pažljiv" u svom planu da normalizuje kamatne stope, ostao je na putu restriktivne monetarne politike.

U međuvremenu, u Velikoj Britaniji, Komitet za monetarnu politiku banke Engleske (eng. Bank of England's Monetary Policy Committee - MPC) podijeljen je po pitanju odluka o kamatnoj stopi od avgusta prošle godine. Sa značajnim padom inflacije, tržišna očekivanja o vremenu prvog povećanja kamata su revidirana. Nasuprot tome, Evropska centralna banka (ECB) je nastavila svoje nekonvencionalne mjere monetarne politike i najavila značajno kvantitativno popuštanje u januaru 2015. Ove odluke centralnih banaka u najvećim zemljama odmah su uticale i na druge centralne banke. Ovo uključuje odluku Narodne banke Švajcarske o prekidu minimalnog deviznog kursa u odnosu na evro i restrikcije u politici kamatnih stopa u nekoliko zemalja članica Evropske unije (EU) van evro zone (npr. u Danskoj i Rumuniji) i tržišnih očekivanja tih rezova (npr. u Švedskoj i Poljskoj).

Pored uticaja na devizne kurseve, povećana razilaženja u monetarnoj politici su izazvala veću nestabilnost na finansijskim tržištima. Na berzama, očekivanja da će monetarna politika nastaviti sa trendom ili postati još poustljivija gurnula su vodeće indekse na novi istorijski maksimum, dok su dugoročne kamatne stope nastavile silazno kretanje. Ovaj razvoj događaja izazvao je reakcije šireg makroekonomskog značaja i zbog toga predstavlja ključne elemente prognoza budućih kretanja.

U najvećem dijelu regiona centralne, istočne i jugoistočne Evrope (engl. Central, Eastern, and Southeastern Europe - CESEE)¹ privredni rast je usporen, pod uticajem stagnacije u rastu evro zone kao glavnog trgovinskog partnera i činjenice da su zemlje jugoistočne Evrope (JIE) bile pogođene poplavama. U mnogim zemljama ojačala je domaća tražnja kao rezultat podizanja nivoa privatne potrošnje, ali je neizvjesnost u vezi sa

¹ SESEE region obuhvata Tursku i sljedeće četiri cjeline:

- a) Centralna i Istočna Evropa (SEE) koja obuhvata: Češku Republiku, Mađarsku, Poljsku, Slovačku Republiku i Sloveniju (21% regionalnog BDP-a);
- b) Jugoistočna Evropa (JIE) koja obuhvata: Albaniju, Bosnu i Hercegovinu, Bugarsku, Hrvatsku, Kosovo, Makedoniju, Crnu Goru, Rumuniju i Srbiju (8% regionalnog BDP-a);
- v) Baltički region koji obuhvata: Estoniju, Letoniju i Litvaniju (2% regionalnog BDP);
- g) Grupa ZND koju čine: Belorusija, Moldavija, Rusija i Ukrajina (51% regionalnog BDP-a).

oporavkom evro zone i geopolitičkim tenzijama negativno uticalo na investicione aktivnosti u ovom regionu.

U zemljama SESEE, u okviru kojih je i Bosna i Hercegovina, očekuje se postepeni oporavak, koji će biti pod uticajem neizvjesnosti u vezi sa rastom u evro zoni i tenzija Ukrajina-Rusija, te porasta nestabilnosti na svjetskom finansijskom tržištu. U skladu sa globalnim projekcijama, za Bosnu i Hercegovinu, u 2015. godini se očekuje oporavak i stopa rasta od 3,5%, inflacija od 1,5% i rast izvoza 11,7%.

Usporavanje rasta BDP-a među glavnim trgovinskim partnerima EU i pogoršanje geopolitičke situacije uticalo je na to da je izvoz EU rastao sporije od očekivanog, što je usporilo rast privrede EU u prvoj polovini 2014. godine. Usporavanje aktivnosti u EU oborilo je inflaciju, kao i promjene u cijenama energije i hrane.

Evropska komisija, prema svojim projekcijama iz novembra 2014. godine, u 2015. godini očekuje da će osnovni uzroci sadašnjih slabosti biti riješeni opadanjem privatnog duga, oporavkom bankarskog sektora uz pomoć ECB, poboljšanjem u realnoj ekonomiji pod uticajem mjera monetarne politike, te kroz pokrenute strukturalne reforme i smanjenje geopolitičkih tenzija. Projektovani realni rast BDP-a u EU i evro zoni za 2015. iznosi 1,5% i 1,1%, a u 2016. godini 2% i 1,7% respektivno. Predviđa se blago smanjenje stopa nezaposlenosti sa 10% (EU) i 11,3% (evro zona), na 9,5% (EU) i 10,8% (evro zona) u 2016. godini. Takođe, u naredne dvije godine predviđa se blagi rast inflacije sa nivoa 1% (EU) i 0,8% (evro zona) u 2015. godini, na nivo 1,6% (EU) i 1,5% (evro zona) u 2016. godini.

Zabrinutost zbog ekonomske perspektive i geopolitičkih tenzija uticala je na razvoj finansijskog tržišta u posljednjih nekoliko mjeseci. Došlo je do veće nestabilnosti, naročito na tržištima akcija i najrizičnijim segmentima tržišta obveznica. Dok je na međunarodnim finansijskim tržištima dominirala nesigurnost, ECB je u 2014. godini najavila da će učiniti sve što je potrebno da sačuva evro i donošenje Proširenog programa otkupa aktive (eng. Expanded Asset Purchase Programme). Ovim je ECB dodatno poboljšala pozitivna očekivanja na tržištu. Prinosi na državne obveznice u evro zoni nastavili su da opadaju u očekivanju Proširenog programa otkupa aktive od strane ECB, kao i zbog veoma niske očekivane inflacije. Na primjer, prinos na 10-godišnje njemačke državne obveznice nastavio je da opada u proteklih nekoliko mjeseci, i postigao je svoj istorijski minimum ispod 0,40% krajem januara 2015. godine. Kratkoročne državne obveznice sve većeg broja članica evro zone pale su u zone negativnog prinosa. U međuvremenu, spread u odnosu na njemačke državne obveznice se širi, uključujući i državne obveznice ugroženih država članica evro zone. Cijene državnih obveznica Grčke pale su sa obnavljanjem političke nesigurnosti.

Početak novembra 2014. godine evro je depresirao za oko 4%, u uslovima sve oprečnijih monetarnih politika i dinamike rasta među glavnim razvijenim ekonomijama. U istom periodu, evro je depresirao za skoro 10% u odnosu na američki dolar i za oko 4% u odnosu na britansku funtu. Ovo djelimično odražava očekivanja povećanja kamatnih stopa u SAD i Velikoj Britaniji u kratkom roku i dalji monetarni podsticaj u evro zoni. Evro je takođe depresirao za oko 15% u odnosu na švajcarski franak nakon što je Narodna banka Švajcarske 15. januara 2015. godine završila svoje usaglašavanje deviznog kursa prema evru. Monetarno popuštanje u Japanu ograničilo je efekte depresijacije evra u odnosu na jen, dok je ekonomska i politička situacija u Rusiji uticala da evro apresira i da time cijene u evrima budu više za 40% u odnosu na ruske rublje.

Kao odgovor na slabe ekonomske uslove i izgleda za niske stope inflacije, Upravni savjet ECB, na svom prvom sastanku u 2015. godini, odlučio je da pokrene najavljeni Prošireni program otkupa aktive za hartije od vrijednosti vlada, agencija i institucija EU denominirane u evru. Prema ovom programu, kombinovana mjesečna kupovina imovine javnih i privatnih hartija od vrijednosti će iznositi 60 milijardi evra. Ovo kvantitativno popuštanje planirano je da se izvrši od marta 2015. godine do kraja septembra 2016, a trajaće dok Upravni savjet ne procijeni trajno prilagođavanje na putu inflacije koja je u skladu sa ciljem postizanja stope inflacije koja je blizu, ali ispod 2% u odnosu na srednji rok.

Kvantitativno popuštanje kupovinom javnih i privatnih hartija od vrednosti treba da dodatno poboljša finansijske uslove u evro zoni i čvrsto podrži srednjoročna i dugoročna inflatorna očekivanja. Doprinoseci smanjenju realnih kamatnih stopa, poslednji paket mjera ECB trebalo bi da olakša proces smanjenja zaduženosti širom evro zone, a takođe i utiče na povećanje potražnje za kreditima.

Međutim, strukturne prepreke za razvoj tržišta kapitala ostaju. U EU, spred kod korporativnih obveznica nastavio je da pada u posljednjih nekoliko mjeseci u najvišim investicionim razredima, ali u manjoj mjeri u segmentima višeg prinosa. Dok je emisija korporativnih obveznica dostigla istorijske rekorde, postoji zabrinutost da je njihova likvidnost na sekundarnom tržištu značajno opala. Osim toga, pristup finansiranju nižerangiranih banaka ostaje izazov ili je ograničen na male količine sredstava sa dospijecom od jednog dana, ukazuje na to da je nesigurno tržište novca još uvijek u ranoj fazi oporavka.

Prema projekcijama Evropske komisije za osnovne makroekonomske pokazatelje u 2015. godini za značajnije spoljnotrgovinske partnere Republike Srpske, očekuje se postepeni rast privrednih aktivnosti, i to: Slovenija 1,7%, Austrija 1,2%, Njemačka 1,1%, Italija 0,6%, Hrvatska 0,2% i Srbija 0%. Kretanja u posmatranim zemljama će imati uticaja i na privredna kretanja u Republici Srpskoj.

II KRIZA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Svjetska finansijska tržišta se u svom funkcionisanju suočavaju sa nekoliko problema, kao što su: problem asimetričnih informacija i s tim u vezi problem negativne selekcije i moralni hazard na tržištu obveznica, zatim tzv. agencijski problem, problem konflikta interesa u radu finansijskih institucija i problem u radu agencija za određivanje kreditnog rejtinga.

Finansijska kriza se pojavljuje kada povećanje asimetrije informacija, usljed poremećaja u finansijskom sistemu, izaziva ozbiljne probleme negativne selekcije i moralnog hazarda koji utiču na to da finansijska tržišta nisu u stanju da efikasno kanališu finansijska sredstava. Kada finansijska tržišta ne uspijevaju da efikasno obave svoju funkciju transfera štednje, privredna aktivnost naglo pada, što dovodi i do ekonomske krize.

Prije 2000. godine samo kreditno sposobni (eng. prime) dužnici mogli su da dobiju stambene kredite. Napredak u računarskoj tehnologiji i novim statističkim tehnikama doveo je do poboljšane kvantitativne procjene kreditnog rizika za novu klasu rizičnijih stambenih kredita. Smanjenjem troškova transakcija, računarska tehnologija je omogućila grupisanje manjih hipotekarnih kredita zajedno u standardne dužničke hartije od vrijednosti.

Kao rezultat procesa sekjuritizacije niskorazrednih kredita (eng. supprime) pojavilo se nekoliko negativnih posljedica, kao što su stvaranje balona cijena nekretnina koji se stalno povećavao, rast tzv. agencijskog problema, problem asimetrije informacija, globalno širenje krize, pogoršavanje bilansa stanja banaka, propast kompanija visokog profila i opšti porast neizvjesnosti.

Opšta je ocjena da banke u razvijenim zemljama, naplaćujući visoke naknade na preuzimanje hipotekarnih hartija od vrijednosti i strukturiranih kreditnih proizvoda, nisu ulagale veliki napor u procjeni kreditnog rizika dužnika, čime je problem negativne selekcije postao naročito ozbiljan. S druge strane, agencije koje su ocjenjivale kreditni rejting ovih hartija od vrijednosti su takođe bile predmet konflikta interesa. Naime, naplaćivale su naknade za određivanje kreditnog rejtinga hartija od vrijednosti uz istovremeno savjetovanje klijenata o tome kako da strukturiraju ove hartije da bi dobile visok kreditni rejting, čime su ove ocjene više bile predmet kompromisa nego realne procjene.

Kako su cijene nekretnina porasle suviše visoko u odnosu na njihove fundamentalne vrijednosti, bilo je za očekivati da na kraju dođe do pucanja balona cijena. Pošto su cijene nekretnina dostigle svoj vrhunac u 2006. godini, svi problemi finansijskog sistema postali su vidljivi. Nagli pad cijena nekretnina doveo je do toga da je vrijednost nekretnina pala ispod vrijednosti hipoteka.

Porastom likvidnosti iz novčanih priliva iz Kine i Indije u SAD, tržište drugorazrednih hipotekarnih kredita razvilo se do te mjere da je u 2007. godini vrijednost ovog tržišta iznosila preko 1.000 milijardi USD. Razvoj ovog tržišta doveo je do porasta cijena nekretnina u SAD na najviši nivo u historiji.

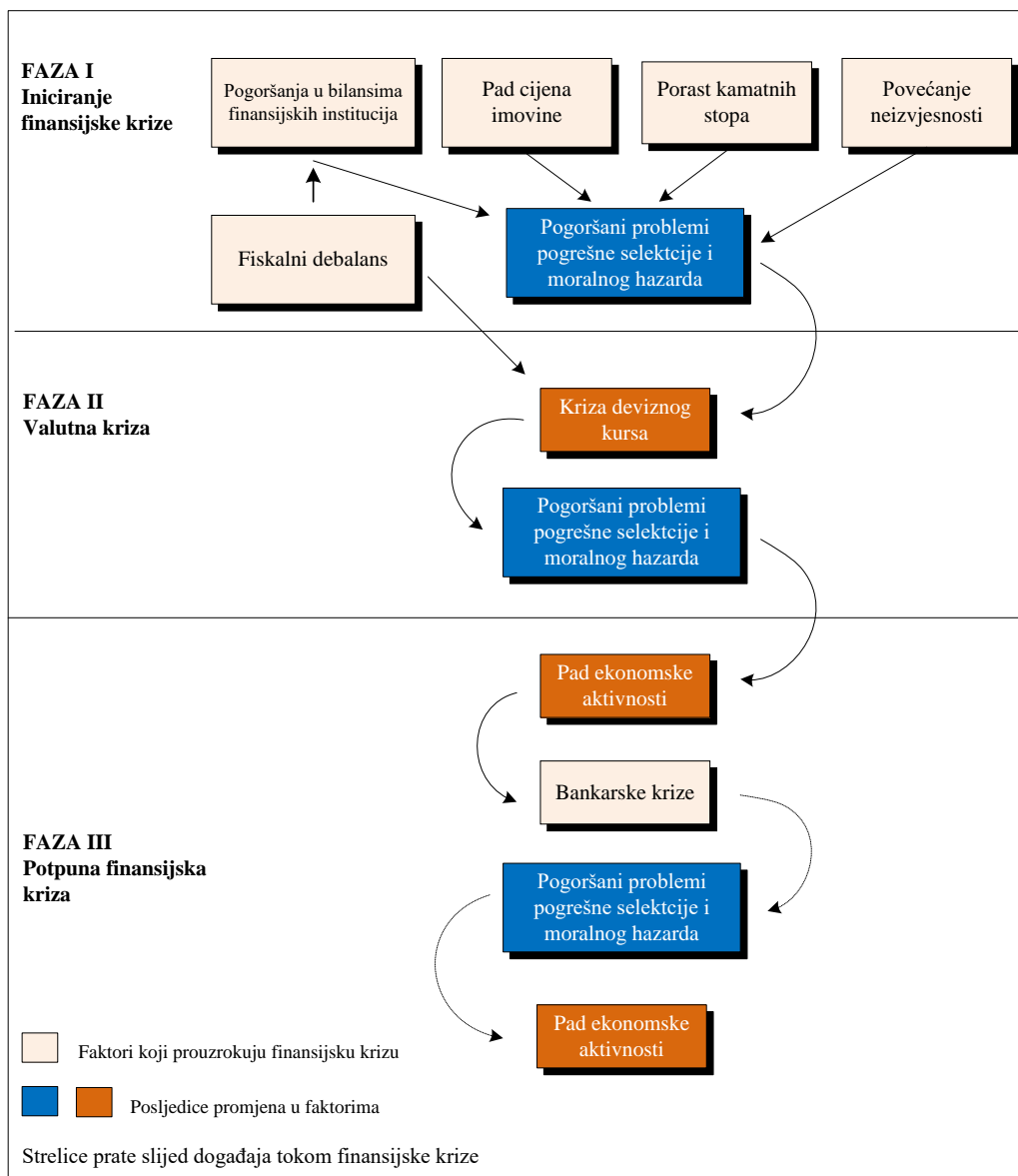
Iako je finansijska kriza nastala u SAD, prvi njeni znaci došli su iz Evrope, kao rezultat globalizacije finansijskih tržišta. Nakon što su rejting agencije Standard & Poor i Fitch objavile pad kreditnog rejtinga hipotekarnih hartija od vrijednosti (eng. Mortgage-backed Securities – MBS) i kolateralizovanih hipotekarnih obveznica (eng. Collateralized Mortgage Obligations – CDO) u ukupnom iznosu od preko 10 milijardi USD, tržište hartija od vrijednosti osiguranih imovinom uzdrmla je francuska banka BNP Paribas 7. avgusta 2008. godine, obustavljanjem otkupa udjela jednog svog novčanog fonda. I pored velike finansijske injekcije u cilju povećanja likvidnosti u finansijskom sistemu od strane Evropske centralne banke i FED, banke su počele da čuvaju novac i nisu bile voljne da daju međusobne pozajmice.

Danak globalizaciji finansijskih tržišta plaćen je prenošenjem krize iz SAD na sva finansijska tržišta u svijetu. Evropa se danas suočava sa dužničkom krizom ogromnih razmjera kojom su obuhvaćene na neki način sve zemlje, a posebno Grčka, Španija i Italija.

Finansijska kriza dovela je do usporavanja privrednog rasta u svijetu i spasavanja finansijskih institucija od strane države, što predstavlja presedan, posebno u američkoj historiji.

S obzirom da se nalaze u svojoj ranoj fazi razvoja, nekontrolisano otvorena za slobodan protok roba, usluga i kapitala iz ostatka svijeta, tržišta u razvoju (eng. Emerging markets) posebno su ugrožena. Sa otvaranjem prema svjetskim tržištima, privrede tržišta u razvoju nije zaobišla razarajuća finansijska kriza u posljednjih nekoliko godina. Dinamika

finansijske krize u privredama zemalja u razvoju imala je mnoge karakteristike identične kao u razvijenim zemljama.



Slika 1. Faze finansijske krize u zemljama u razvoju²

Finansijska kriza u zemljama u razvoju razvijala se u dva osnovna pravca: zloupotreba finansijske liberalizacije i globalizacije i fiskalna neravnoteža. Liberalizacija finansijskih sistema u zemljama u razvoju, eliminacijom ograničenja finansijskim institucijama i tržištima u zemlji i otvaranjem svoje ekonomije za tokove kapitala, u procesu koji se naziva finansijska globalizacija stvorila je osnov za pojavu finansijske krize. Smanjenje privredne aktivnosti, uzrokovane finansijskom krizom, uticalo je na smanjenje budžetskih prihoda i time stvaranje ozbiljne fiskalne neravnoteže.

² Miškin, Frederik S. 2010. »The Economics of Money, Banking, and Financial Markets«, deveto izdanje, The Addison-Wesley, str. 213.

III TRŽIŠTE KAPITALA REPUBLIKE SRPSKE

Tržište kapitala usmjerava raspoloživa finansijska sredstva i ima značajan uticaj na razvoj privrede, poslovanje privrednih društava kao emitenata hartija od vrijednosti, kreiranje novih investicionih mogućnosti, te privlačenje novih i zadržavanje postojećih investitora. Počeci razvoja tržišta kapitala u Republici Srpskoj vezuju se za proces privatizacije i formiranje institucija tržišta kapitala, Komisije za hartije od vrijednosti 2000. godine, Centralnog registra hartija od vrijednosti i Banjalučke berze hartija od vrijednosti 2001. godine. Prva transakcija na Banjalučkoj berzi obavljena je u martu 2002. godine. Malo tržište, neadekvatan razvoj privatizovanih preduzeća, te problemi nastali u procesu privatizacije imali su opredjeljujući uticaj na stepen razvoja tržišta kapitala Republike Srpske.

Prema klasifikaciji FTSE Global Equity Index Series³ tržište kapitala Republike Srpske nije klasifikovano. Međutim, tržište kapitala Republike Srpske u klasifikaciji tržišta najbliže pripada grupi tzv. rubnih tržišta (eng. frontier markets). Rubna tržišta predstavljaju grupu tržišta u razvoju koja imaju manju tržišnu kapitalizaciju i likvidnost od grupe razvijenijih tržišta u razvoju. Ova tržišta u osnovi karakteriše relativna otvorenost i dostupnost za strane investitore ali i moguća veća ekonomska i politička nestabilnost, potencijalni veći dugoročni povrat i mala korelacija sa drugim tržištima kapitala.

1. Normativno-pravni okvir

Zakon o tržištu hartija od vrijednosti (Službeni glasnik Republike Srpske, broj 92/06, 34/09, 30/12, 59/13 i 108/13), Zakon o investicionim fondovima (Službeni glasnik Republike Srpske, broj 92/06) i Zakon o preuzimanju akcionarskih društava (Službeni glasnik Republike Srpske, broj 65/08, 92/09 i 59/13), te dijelom i Zakon o privrednim društvima (Službeni glasnik Republike Srpske, broj 127/08, 58/09, 100/11 i 67/13) predstavljaju temeljne pravne akte i glavni zakonodavno-pravni okvir za uspješno funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti Republike Srpske. Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske je preduzela niz mjera i aktivnosti u cilju njihove dosljedne i potpune primjene u praksi.

Interni opšti akti, kojima se na cjelovit, sveobuhvatan i sistematičan način uređuje funkcionisanje i rad same Komisije su:

- Statut Komisije (koji sadrži i Etička pravila Komisije),
- Poslovnik o radu Komisije
- Odluka o tarifi naknada, na koju saglasnost daje Vlada Republike Srpske.

Iz oblasti emisije hartija od vrijednosti primjenjuju se slijedeći akti koje je donijela Komisija u skladu sa zakonskim ovlašćenjima:

- Pravilnik o registru emitenata hartija od vrijednosti,
- Pravilnik o uslovima i postupku emisije hartija od vrijednosti,
- Pravilnik o izvještavanju i objavljivanju informacija od strane emitenata hartija od vrijednosti koje su predmet javne ponude,

³ FTSE Global Equity Index Series pokriva preko 8.000 hartija od vrijednosti u 48 različitih zemalja i preko 98% svjetske tržišne kapitalizacije – pokriva svu imovinu i sektore relevantne za potrebe investitora u svijetu

- Pravilnik o uslovima i postupku pretvaranja zatvorenog akcionarskog društva u otvoreno, odnosno otvorenog akcionarskog društva u zatvoreno i promjeni pravne forme akcionarskog društva,
- Uputstvo o formi i sadržaju mišljenja uprave emitenta o obavljenoj ponudi za preuzimanje emitenta.

U dijelu koji se odnosi na poslovanje ovlašćenih učesnika (kojima Komisija daje dozvolu za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti), primjenjuju se sljedeći podzakonski akti:

- Pravilnik o trgovanju,
- Pravilnik o uslovima i postupku izdavanja dozvole berzanskom posredniku za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti,
- Pravilnik o uslovima i postupku sticanja zvanja i dobijanja dozvole za obavljanje poslova brokera, investicionog savjetnika i investicionog menadžera,
- Pravilnik o poslovanju berzanskih posrednika,
- Pravilnik o adekvatnosti kapitala, izloženosti riziku, posebnim rezervama i likvidnosti brokersko-dilerskog društva,
- Pravilnik o nadzoru nad učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti,
- Pravilnik o izvještavanju i objavljivanju informacija o poslovanju sa hartijama od vrijednosti,
- Pravilnik o obavljanju kastodi poslova,
- Pravilnik o načinu sprečavanja zloupotreba povlašćenih informacija,
- Pravilnik o registru kvalifikovanih investitora i odobravanju statusa kvalifikovanih investitora.

Propisi neophodni za zakonito poslovanje investicionih fondova i društava za upravljanje investicionim fondovima:

- Pravilnik o sadržaju rokovima i obliku izvještaja investicionih fondova, društva za upravljanje i banke depozitara,
- Pravilnik o uslovima, načinu sticanja i priznavanju ovlašćenja za prodaju akcija ili udjela u investicionim fondovima s javnom ponudom,
- Pravilnik o poslovanju društva za upravljanje investicionim fondovima,
- Pravilnik o sadržaju ugovora između zatvorenog investicionog fonda s javnom ponudom i društva za upravljanje,
- Pravilnik o postupku i vrsti poslova koje društvo za upravljanje može prenijeti na treće lice,
- Pravilnik o uspostavljanju, vođenju i objavljivanju podataka iz registra udjela u otvorenom investicionom fondu,
- Pravilnik o ulaganjima i ograničenjima ulaganja otvorenih investicionih fondova rizičnog kapitala s privatnom ponudom,
- Pravilnik o ulaganju otvorenih investicionih fondova s privatnom ponudom,
- Pravilnik o ulaganju zatvorenih investicionih fondova s javnom ponudom u nekretnine,
- Pravilnik o obaveznom sadržaju zahtjeva za izdavanje odobrenja prospekta i sadržaju prospekta otvorenih investicionih fondova s javnom ponudom,
- Pravilnik o utvrđivanju vrijednosti imovine investicionog fonda i obračunu neto vrijednosti imovine po udjelu ili po akciji investicionog fonda.

U skladu sa zakonskim ovlaštenjima doneseni su i sljedeći propisi:

- Uputstvo o sadržaju web stranica ovlašćenih učesnika na tržištu kapitala,

- Uputstvo o načinu uvida javnosti u spisak akcionara emitenta hartija od vrijednosti,
- Uputstvo o sadržaju revizorskih izvještaja za investicione fondove i emitente sa javno emitovanim hartijama od vrijednosti,
- Uputstvo o formi i sadržaju mišljenja uprave emitenta o obavljenoj ponudi za preuzimanje emitenta,
- Uputstvo o načinu ostvarivanja prava prinudne prodaje i prinudne kupovine u postupku preuzimanja akcionarskog društva,
- Standardi korporativnog upravljanja,
- Smjernice za primjenu Zakona o sprečavanju pranja novca i finansiranju terorističkih aktivnosti,

S ciljem uvažavanja interesa privrednih subjekata i udruženja, kako bi se obezbijedile potrebne pozitivne karakteristike poslovnog okruženja, Komisija objavljuje na internet stranici Komisije nacрте opštih akata – prije njihovog konačnog usvajanja. Svi učesnici u javnoj raspravi imaju mogućnost da svoje pisane komentare, prijedloge, mišljenja i/ili sugestije dostave Komisiji.

2. Makroekonomsko i finansijsko okruženje

Ugovore za izradu i praćenje suverenog kreditnog rejtinga Bosna i Hercegovina potpisala je sa dvije međunarodne agencije za kreditni rejting Moody's Investors Service i Standard & Poor's⁴. Agencija Moody's Investors Service je u julu 2012. godine Bosni i Hercegovini potvrdila suvereni kreditni rejting „B3" i izmijenila izgled „sa posmatranja - negativno na stabilne izgled", dok je agencija za ocjenu kreditnog rejtinga Standard & Poor's 19. septembra 2014. godine Bosni i Hercegovini potvrdila suvereni kreditni rejting „B sa stabilnim izgledima".

Opis	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
Rejting	B3 / stabilni izgledi	B / stabilni izgledi
Datum	10.07.2012.	19.09.2014.
Aktivnost	Potvrđen rejting /izgled izmijenjen	Potvrđen rejting

Tabela 1. Aktuelni kreditni rejting Bosne i Hercegovine

S obzirom da agencije Moody's Investors Service i Standard & Poor's koriste različite oznake za rejting, u cilju boljeg sagledavanja kreditnog rejtinga, odnosno stanja u kojem se Bosna i Hercegovina nalazi u nastavku ćemo dati prikaz kreditnih rejtinga ovih agencija.

Moody's Investors Service	Standard & Poor's	Kratak opis kategorije rejtinga
INVESTICIONI NIVO		
Aaa	AAA	Najbolja kreditna sposobnost, minimalan kreditni rizik
Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	Visoka kreditna sposobnost, veoma nizak kreditni rizik

⁴ Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine, URL= <http://www.cbbh.ba/index.php?id=549&lang=bs>

Moody's Investors Service	Standard & Poor's	Kratak opis kategorije rejtinga
A1 A2 A3	A+ A A-	Srednjevisoka kreditna sposobnost, nizak kreditni rizik
Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	Srednja kreditna sposobnost, umjeren kreditni rizik
NEINVESTICIONI (ŠPEKULATIVNI) NIVO		
Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-	Kreditna sposobnost sa špekulativnim elementima, znatan kreditni rizik
B1 B2 B3	B+ B B-	Špekulativna kreditna sposobnost, visok kreditni rizik
Caa1 Caa2 Caa3	CCC+ CCC CCC-	Loša kreditna sposobnost, veoma visok kreditni rizik
Ca C	CC C SD D	Visokošpekulativna kreditna sposobnost, izvjesno neizvršavanje obaveza, selektivni bankrot, bankrot

Tabela 2. Uporedni prikaz oznaka rejtinga agencija Moody's Investors Service i Standard & Poor's⁵

Kreditni rejting B3, odnosno B koji su Bosni i Hercegovini odredile ove agencije ukazuje da Bosna i Hercegovina ima špekulativnu kreditnu sposobnost sa visokim kreditnim rizikom. Ovim se Bosna i Hercegovina približila na jedan korak do ocjene „loša kreditna sposobnost sa veoma visokim kreditnim rizikom“, što se smatra potpuno neatraktivnim za ulaganje.

Država	Dugoročni rejting / Izgled	
	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
Albanija	B1 / stabilan	B / pozitivan
Bosna i Hercegovina	B3 / stabilan	B / stabilan
Bugarska	Baa2 / stabilan	BB+ / stabilan
Crna Gora	Ba3 / negativan	B+ / stabilan
Grčka	Caa1 / na posmatranju-negativno	CCC+ /negatiavn
Hrvatska	Ba1 / negativan	BB / stabilan
Mađarska	Ba1 / stabilan	BB+ / stabilan
Makedonija	-	BB- / stabilan
Rumunija	Baa3 / stabilan	BBB- / stabilan
Slovenija	Baa3 / stabilan	A- / stabilan
Srbija	B1 / stabilan	BB- / negativan

Tabela 3. Pregled dugoročnog rejtinga pojedinih zemalja iz šireg okruženja⁶

⁵ Isto

⁶ Isto

Prema ocjenama agencija, među zemljama u regionu, Bosna i Hercegovina ima bolji rejting samo od Grčke.

Rejting	Datum	Aktivnost
B3 / stabilni izgledi	10.07.2012.	potvrđen rejting / izgled izmijenjen
B3 / na posmatranju - negativno	03.04.2012.	snižen rejting
B2 / negativni izgledi	16.05.2011.	izgled izmijenjen
B2 / stabilni izgledi	17.05.2006.	povećan rejting
B3 / pozitivni izgledi	29.03.2004.	dodijeljen rejting

Tabela 4. Istorija rejtinga Bosne i Hercegovine po procjeni Agencija Moody's Investors Service⁷

Rejting	Datum	Aktivnost
B / stabilni izgledi	19.09.2014.	potvrđen rejting
B / stabilni izgledi	28.03.2014.	potvrđen rejting
B / stabilni izgledi	27.09.2013.	potvrđen rejting
B / stabilni izgledi	27.03.2013.	potvrđen rejting
B / stabilni izgledi	28.03.2012.	potvrđen rejting / izgled izmijenjen
B / na posmatranju - negativno	30.11.2011.	snižen rejting
B+ / negativni izgledi	28.07.2011.	izgled izmijenjen
B+ / stabilni izgledi	08.12.2009.	potvrđen rejting
B+ / stabilni izgledi	22.12.2008.	dodijeljen rejting

Tabela 5. Istorija rejtinga Bosne i Hercegovine po procjeni Agencije Standard & Poor's⁸

Struktura finansijskog sistema Republike Srpske i dalje je izrazito bankocentričnog tipa, a neadekvatan odnos prema štednji i investicijama imaju značajan uticaj na to da privredna društva koja imaju potrebu za novim kapitalom i dalje nedovoljno koriste tržište kapitala kao primarni izvor finansiranja sopstvenog razvoja.

Izveštajna 2014. godina može se okarakterisati kao godina blagog pada aktivnosti na tržištu kapitala Republike Srpske. Stanje na tržištu kapitala Republike Srpske u 2014. godini, uzimajući u obzir veličinu i razvijenost tržišta, ima slične karakteristike kao tržišta zemalja u regionu.

Tržište kapitala Republike Srpske još uvijek ne spada ni u grupu rubnih tržišta, tj. nije obuhvaćeno FTSE klasifikacijom rubnih tržišta.⁹ Međutim, u cilju uporednog ukazivanja na stanje na Banjalučkoj berzi, pogledaćemo kako su se kretala tržišta nekih zemalja sa navedene liste, a kao osnovni pokazatelji uzeti su najznačajniji indeksi sa ovih tržišta kapitala.

Tržište	Indeks	Promjena indeksa (%)						
		2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2009.-2014.
Greece General Share	ASE	22,9	-35,6	-52,4	34,8	28,1	-29,5	-62,7
Sarajevska berza	SASX-10	-14,0	-7,1	-17,7	-3,9	-2,1	-4,1	-31,0
Beogradska berza	BELEX15	23,9	-4,0	-24,3	6,6	6,5	19,5	-1,4
Ljubljanska berza	SBI20	18,3	-15,0	-30,1	7,1	3,2	19,6	-21,6
Austria ATX	ATX	42,5	16,4	-67,0	150,8	6,1	-15,2	-13,4

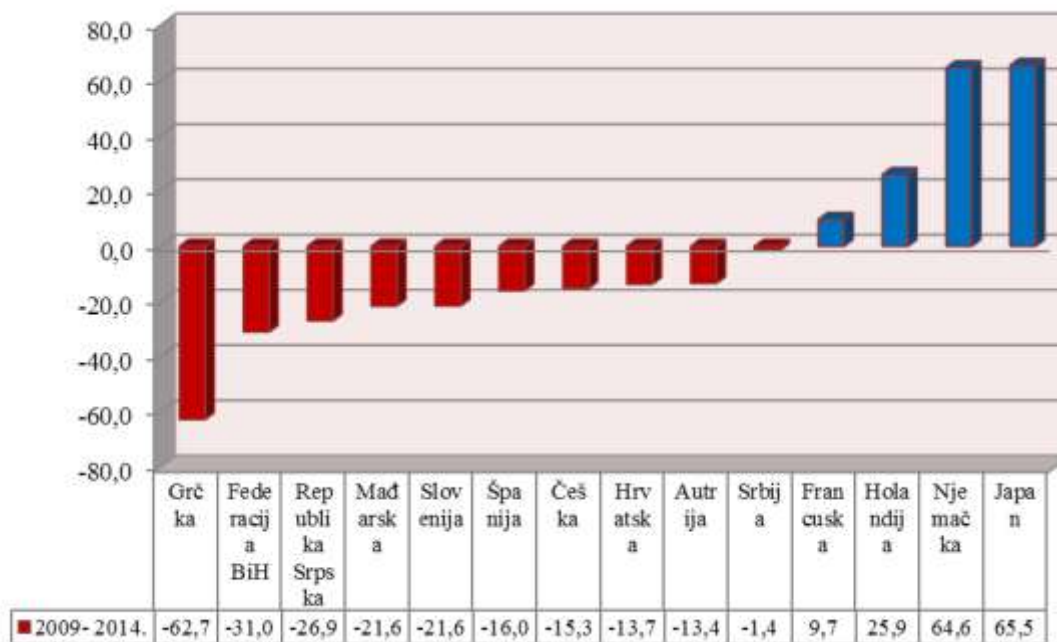
⁷ Isto

⁸ Isto

⁹ Prema FTSE klasifikaciji iz septembra 2008. godine grupi rubnih tržišta pripada tržište Bosne i Hercegovine

Banjalučka berza	BIRS	-3,3	-3,2	-10,4	-5,8	-7,9	-3,0	-26,9
Zagrebačka berza	Crobex	14,2	5,4	-18,1	-0,4	3,1	-2,7	-13,7
Spain Madrid General	IGBM	27,2	-19,2	-13,0	-5,5	22,7	3,0	-16,0
Czech Republic	PX50	32,6	9,6	-24,6	12,4	-4,8	-4,3	-15,3
France CAC 40	CAC	22,3	-3,3	-15,3	13,0	18,0	0,5	9,7
Japan Nikkei 225	NIKKEI	19,0	-3,0	-16,3	21,4	56,7	7,1	65,5
Netherlands AEX General	AEX	36,3	5,7	-10,6	8,2	17,2	5,1	25,9
Hungary BUX	BUX	70,6	0,5	-19,6	6,0	2,2	-10,4	-21,6
Germany DAX	DAX	23,8	16,1	-12,1	25,3	25,5	2,7	64,6

Tabela 6. Uporedni prikaz promjene indeksa u periodu 2009. - 2014. godine

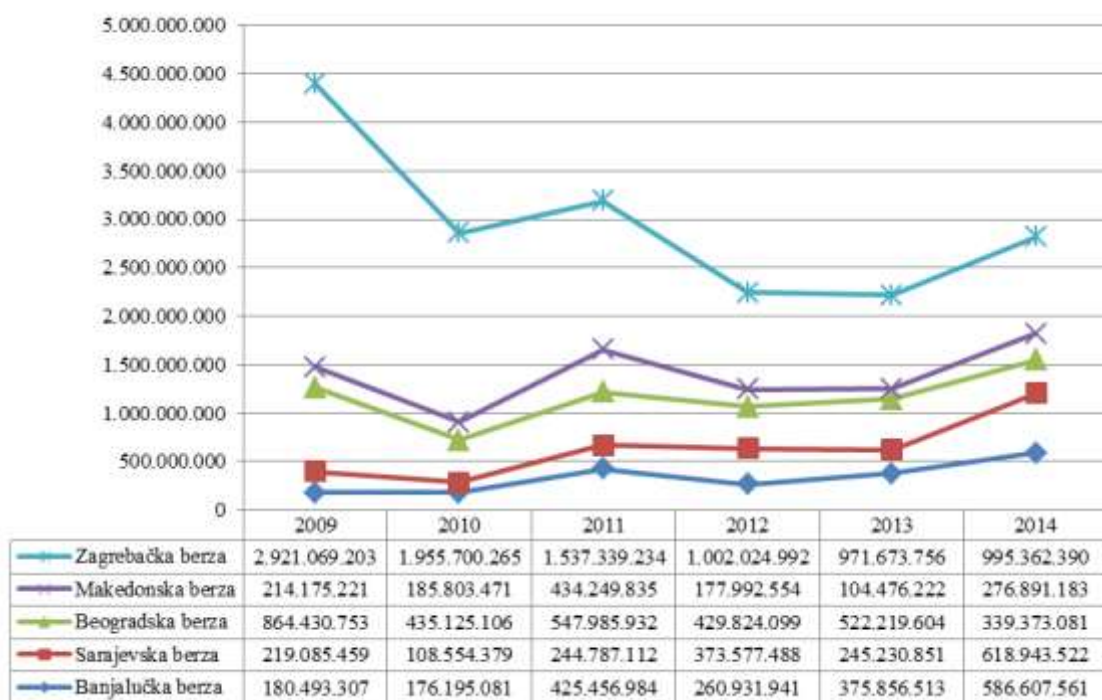


Slika 1. Prikaz promjena indeksa u periodu 2009. - 2014. godina (%)

Kao što je i vidljivo iz podataka, oporavak tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini bilježi prosječne rezultate u odnosu na ostale zemlje u okruženju.

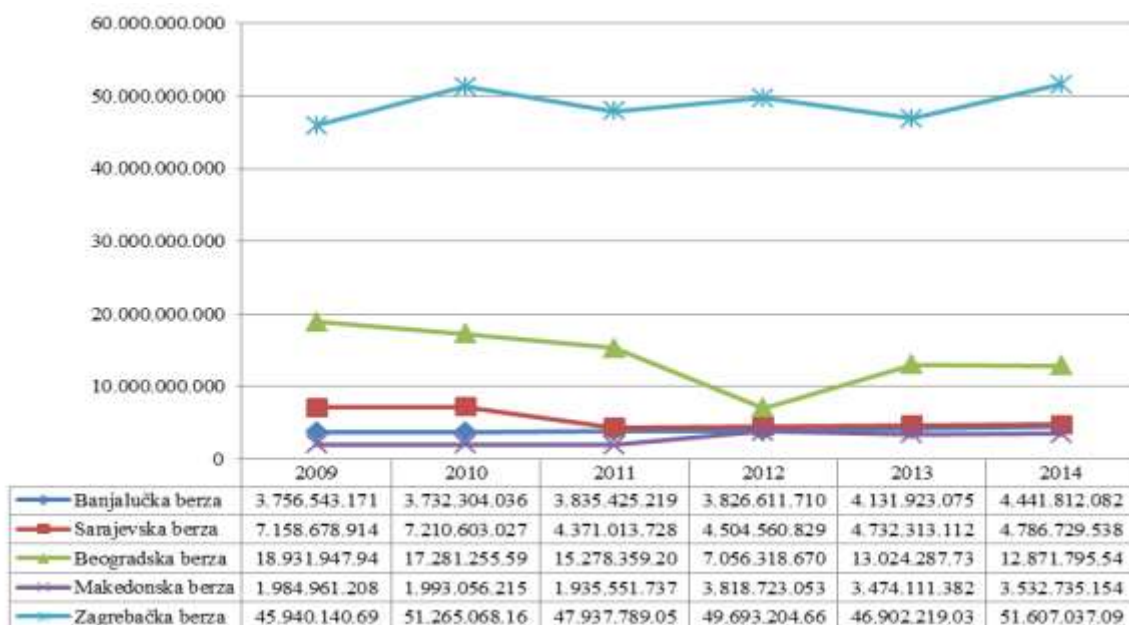
U periodu od 2009. do kraja 2014. godine sva posmatrana tržišta u regionu su izgubila na vrijednosti u intervalu od 1,4%, koliko bilježi tržište Srbije do 31% pada vrijednosti koji bilježi tržište Federacije BiH. Oporavak tržišta u 2009. godini bio je skroman i umjeren, a u 2010. godini došlo je do blagog pada prometa i ukupne kapitalizacije. U 2011. godini sva posmatrana tržišta ponovo bilježe padove pokazatelja aktivnosti na tržištu kapitala, tako da je u ovoj godini došlo do pada indeksa na svim ovim tržištima. Tek u 2012. godini na nekoliko posmatranih tržišta došlo je do rasta indeksa, kao što su tržište Austrije, Grčke i Njemačke, dok su ostala posmatrana tržišta nastavila sa negativnim trendom u kretanju berzanskih indeksa. Ovaj trend se nastavlja i u 2013. godini. U 2014. godini kod većine posmatranih tržišta nastavio se ispoljeni trend iz prethodne godine, dok je u Grčkoj, Austriji i Mađarskoj došlo do pada indeksa za razliku od prethodne godine kada su imali pozitivno kretanje.

Na osnovu pokazatelja o promjeni indeksa u periodu od 2009. do 2014. godine možemo vidjeti da je ovaj pokazatelj na svim tržištima iz okruženja negativan, tj. u posmatranom periodu je došlo do pada tržišnih indeksa. U Republici Srpskoj berzanski indeks u posmatranom periodu pao je za 26,9%. Veći pad indeksa od Republike Srpske zabilježili su tržišni indeksi u Federaciji BiH i Grčkoj.



Slika 2. Uporedni prikaz ukupnog prometa na Banja Lučkoj berzi sa zemljama iz regiona u periodu od 2009. - 2014. godine (u KM)

Na osnovu podataka datih na gornjoj slici možemo vidjeti da ukupni promet na Banja Lučkoj berzi u periodu od 2009. do 2014. godine ima kretanje karakteristično za tržišta iz našeg regiona.



Slika 3. Uporedni prikaz tržišne kapitalizacije na Banja Lučkoj berzi sa zemljama iz regiona u periodu od 2009. do 2014. godina

Stanje na tržištu kapitala Republike Srpske u 2014. godini, poslije tri godine blago negativnog trenda, drugu godinu zaredom ima pozitivno kretanje u tržišnoj kapitalizaciji, što bilježe i ostala tržišta kapitala u regionu. Razvijena tržišta u svijetu su osjetan oporavak

od ekonomske krize imala još u toku 2009. godine, ali mala i nerazvijena tržišta jugoistočne Evrope su tek u 2013. godini neznatno osjetila efekte oporavka privrede i blage pomake u razvoju svojih tržišta. Prema sadašnjim pokazateljima, neophodne su značajne strukturne promjene, prvenstveno u dijelu koji se odnosi na efikasnost realnog sektora i kredibilitet pojedinačnih emitenata hartija od vrijednosti.

Kao potpisnik IOSCO Multilateralnog memoranduma o razumijevanju (eng. Multilateral Memorandum of Understandings – MMoU) u oktobru 2009. godine, Komisija je dobila potvrdu da kao regulator domaćeg tržišta kapitala postupa prema principima i pravilima koji odgovaraju najvišim svjetskim standardima Međunarodnog udruženja komisija za hartije od vrijednosti (eng. International Organization of Securities Commissions – IOSCO).

Stalnim zalaganjem institucija tržišta kapitala Republike Srpske, te pružanjem sveobuhvatnih informacija o poslovanju emitenata hartija od vrijednosti i investicionih fondova na jedinstvenom portalu tržišta kapitala Republike Srpske (www.blberza.com), tržište kapitala Republike Srpske je jedno od najorganizovanijih tržišta u regionu po pitanju dostupnosti informacija o tržištu, potrebnih investitorima za donošenje investicionih odluka. Značajne mogućnosti za poboljšanje stanja na tržištu u smislu informisanosti investitora nalaze se u povećanju kvaliteta informacija, naročito kroz adekvatan nadzor sadržaja izvještaja, pri čemu se naročito misli na izvještaje ovlašćenih revizora, ovlašćenih računovođa, ovlašćenih procjenitelja, licenciranih sudskih vještaka i stečajnih upravnika, o čemu je Komisija izvještavala institucije, organe i strukovna udruženja nadležna za njihov rad.

3. Primarno tržište

Postupak emisije podrazumijeva skup radnji koje emitent preduzima u svrhu prikupljanja sredstava prodajom hartija od vrijednosti prvim imalcima, uz obavezu da svakom od njih omogući ostvarivanje prava iz hartije od vrijednosti koju emituje.

Prema aktuelnim propisima, kojima je regulisana ova materija (Zakon o tržištu hartija od vrijednosti „Službeni glasnik Republike Srpske“, broj 92/06, 34/09, 30/12, 59/13 i 108/13) i Pravilnika o uslovima i postupku emisije hartija od vrijednosti, „Službeni glasnik Republike Srpske“, broj 60/12 i 88/13) emisija hartija od vrijednosti može se izvršiti:

1. **javnom ponudom**, u kojoj se upis i uplata hartija od vrijednosti vrši na osnovu javnog poziva neodređenom broju lica, uz izradu prospekta kojim su sumirane informacije od važnosti za investitore, te
2. **bez obaveze objavljivanja prospekta**, pri čemu postoji obaveza emitenta da obavijesti Komisiju o donesenoj odluci o emisiji, te podnese zahtjev za promjenu podataka o kapitalu u registru emitenata.

U slučaju da se postupak emisije odvija javnom ponudom, emitent podnosi Komisiji zahtjev za odobrenje prospekta. U postupku odobravanja ovih zahtjeva Komisija cijeni, uz potpunost i urednost podnesene dokumentacije i elemente sadržane u odluci o emisiji iz aspekta ravnopravnosti akcionara i zaštite njihovih prava u pogledu informisanosti.

Posebna pažnja se posvećuje javnosti osnovnih podataka i dokumenata koji su bitni za investitore, poput odluke o emisiji, prospekta, te javnog poziva za upis i uplatu u slučaju javne ponude, te informacija koje se objavljuju u slučaju da se prospekt ne objavljuje. Sastavni dio ovog procesa je praćenje pravilnosti toka postupka i utvrđivanje uspješnosti nakon što je emisija okončana.

Emisija bez obaveze objavljivanja prospekta, podrazumijeva:

- a) ponudu koja je upućena samo kvalifikovanim investitorima,
- b) ponudu koja je upućena fizičkim ili pravnim licima u Republici Srpskoj čiji broj ne može biti veći od deset, a koji nisu kvalifikovani investitori, uključujući i konverziju potraživanja u akcije,
- v) ponudu koja je upućena investitorima koji će za upisane hartije od vrijednosti uplatiti iznos od najmanje 100.000 KM po investitoru za svaku pojedinačnu ponudu,
- g) ponudu hartija od vrijednosti čija pojedinačna nominalna vrijednost iznosi najmanje 100.000 KM,
- d) ponudu sa ukupnom vrijednosti za hartije od vrijednosti koja je manja od 200.000 KM, pri čemu se ovaj iznos računa tokom perioda od godinu dana,
- đ) ponudu akcija koje se emituju u zamjenu za već emitovane akcije iste klase ukoliko emisija takvih novih akcija ne podrazumijeva povećanje osnovnog kapitala društva,
- e) hartije od vrijednosti koje se nude, dodjeljuju ili će biti dodijeljene u postupku statusnih promjena društava, pod uslovom da za te hartije od vrijednosti postoji dokument sa podacima koje Komisija smatra ekvivalentnim podacima iz prospekta, uzimajući u obzir odredbe zakona kojim se uređuje poslovanje privrednih društava,
- ž) akcije koje se nude, dodjeljuju ili će biti dodijeljene bez naknade postojećim akcionarima ili kao dividende isplaćene u vidu akcija iste klase, kao i akcije u vezi

- sa kojima su dividende isplaćene, pod uslovom da postoji dokument sa podacima o broju i pravima iz akcija, kao i razlozima i detaljima u vezi sa ponudom,
- z) hartije od vrijednosti koje nudi ili će ponuditi emitent čije su hartije od vrijednosti uključene na berzu, odnosno drugo uređeno javno tržište ili društvo koje je povezano sa emitentom, a koje nudi ili će ponuditi sadašnjim ili bivšim članovima uprave ili zaposlenima, pod uslovom da postoji dokument sa podacima o broju i prirodi hartija od vrijednosti, kao i razlozima i detaljima koji se odnose na ponudu.

Kod ove vrste emisije emitent je obavezan da, u određenom roku (sedam dana od dana donošenja odluke) obavijesti Komisiju o donesenoj odluci o emisiji, koja se pored druge dokumentacije dostavlja u prilogu obavještenja, te podnese zahtjev za upis promjene podataka o kapitalu u registru emitenata. U ovom postupku Komisija cijeni da li su iste donesene na način i po postupku utvrđenom Zakonom i drugim propisima, a svojim aktom potvrđuje izvršenje obaveze emitenta o podnošenju obavještenja za ovakvu emisiju, mijenjajući podatke o kapitalu u registru emitenata.

Tokom izvještajnog perioda obavljene su sljedeće vrste promjena na osnovnom kapitalu emitenata pod nadležnošću Komisije za hartije od vrijednosti (otvorena akcionarska društva):

R. br.	Vrsta emisije	Broj emisija	Ukupan obim emisija (KM)
I	Emisija javnom ponudom	4	61.650.000
II	Emisija bez obaveze izrade prospekta uz obavezu obavještanja Komisije o donesenoj odluci:	15	214.732.481
1.	Ponuda za kvalifikovane investitore	3	37.470.000
2.	Ponuda za investitore koji uplaćuju najmanje 100.000 KM	2	1.200.000
3.	Konverzija obaveza u kapital	2	10.542.168
4.	Statusna promjena – spajanje uz pripajanje	1	50.000
5.	Pretvaranje rezervi i neraspoređene dobiti u osnovni kapital	2	9.650.362
6.	Emisije akcija u postupku smanjenja osnovnog kapitala	5	155.819.951
Ukupno		19	276.382.481

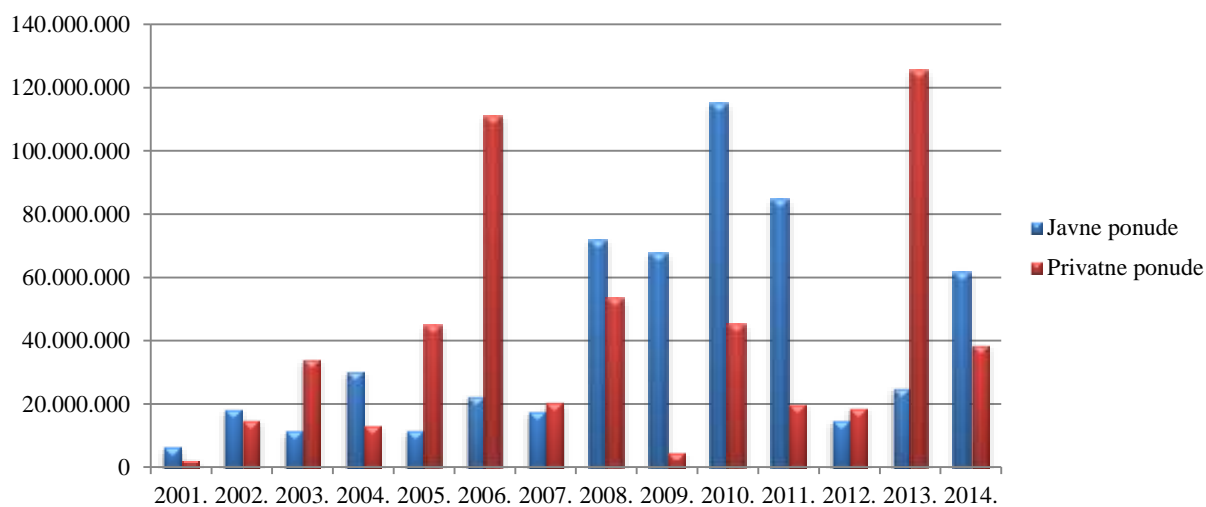
Tabela 7. Zbirni pregled emisija hartija od vrijednosti po vrsti u periodu od 01.01.2014. godine do 31.12.2014. godine

R. br.	Emitenti	Redni broj emisije i vrsta emitovane hartije	Obim emisije (KM)	Uplaćeno (KM)	
JAVNA PONUDA					
1.	Bobar banka a.d. Bijeljina	18 (prioritetne akcije)	8.050.000	4.875.500	
2.	Nova banka a.d. Banja Luka	21 (obveznice)	10.000.000	6.000.000	
3.	Nova banka a.d. Banja Luka	23 (obveznice)	6.000.000	3.600.000	
4.	Nova banka a.d. Banja Luka	24 (obveznice)	37.600.000	37.600.000	
EMISIJA BEZ OBAVEZE OBJAVLJIVANJA PROSPEKTA					
Ponuda za kvalifikovane investitore					
5.	Toplana a.d. Banja Luka	3 (obveznice)	12.000.000	9.000.000	
6.	Sberbank a.d. Banja Luka	9 (obične akcije)	23.470.000	23.470.000	
7.	MF banka a.d. Banja Luka	4 (obične akcije)	2.000.000	2.000.000	
Ponuda za investitore koji uplaćuju najmanje 100.000 KM					
8.	Prvo penzionersko mikro kreditno društvo d.o.o. Banja Luka	1 (obveznice)	800.000	535.700	
9.	Prvo penzionersko mikro kreditno društvo d.o.o. Banja Luka	2 (obveznice)	400.000	400.000	
Konverzija obaveza u kapital					
10.	Fabrika motora specijalne namjene a.d. Pale	2 (obične akcije)	4.783.523		
11.	Semberija a.d. Bijeljina	2 (obične akcije)	5.758.645		
Statusna promjena - spajanje uz pripajanje					
12.	Aerodromi Republike Srpske a.d. Banja Luka	3 (obične akcije)	50.000		
Pretvaranje rezervi i neraspoređene dobiti u osnovni kapital					
13.	Nešković osiguranje a.d. Bijeljina	7 (obične akcije)	1.000.000		
14.	Nova banka a.d. Banja Luka	22 (obične akcije)	8.650.362		
Smanjenje kapitala					
R. br.	Naziv emitenta	Redni broj emisije	Obim emisije	Osnovni kapital prije smanjenja	Iznos smanjenja kapitala
15.	Leotar a.d. Trebinje	4 (obične akcije)	2.776.814	3.211.224	434.410
16.	Mljekara a.d. Aleksandrovac, Laktaši	3 (obične akcije)	12.525.710	13.055.267	529.557
17.	HYPO ALPE-ADRIA-BANK a.d. Banja Luka	14 (obične akcije)	122.859.225	156.940.571	34.081.346
18.	Zadružna trgovina a.d. Mrkonjić Grad	2 (obične akcije)	2.146.902	4.325.449	2.178.547
19.	Wiener osiguranje – Vienna Insurance Group a.d. Banja Luka	11 (obične akcije)	15.511.300	21.872.500	6.361.200

Tabela 8. Analitički pregled pojedinačnih emisija hartija od vrijednosti po vrsti u prvoj polovini 2014. godine

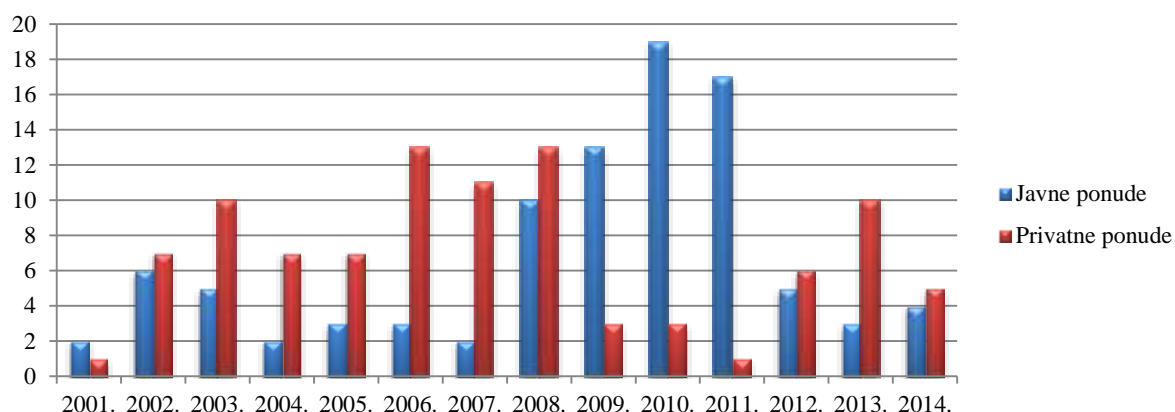
Izveštajni period	Emisije javnom ponudom		Emisije privatnom ponudom (zatvorene, nejavne ponude)	
	Broj	Obim (KM)	Broj	Obim (KM)
2001.	2	6.500.000	1	2.500.000
2002.	6 ¹⁰	18.393.000	7	14.938.000
2003.	5	11.600.000	10	34.058.000
2004.	2	30.200.000	7	13.190.786
2005.	3	11.750.000	7	44.865.790
2006.	3	22.590.500	13	111.069.855
2007.	2	17.551.700	11	20.671.000
2008.	10	71.818.232	13	53.374.434
2009.	13	67.679.303	3	4.700.000
2010.	19	115.073.665	3	45.200.000
2011.	17	84.677.500	1	20.000.400
2012.	5	14.770.000	6	18.623.197
2013.	3	25.000.000	10	125.606.693
2014.	4	61.650.000	5	38.670.000
Ukupno	94	559.253.900	97	547.468.155

Tabela 9. Obim emisija hartija od vrijednosti po vrstama: od 2001. do 2014. godine



Slika 4. Uporedni prikaz obima emisija hartija od vrijednosti: od 2001. do 2014. godine

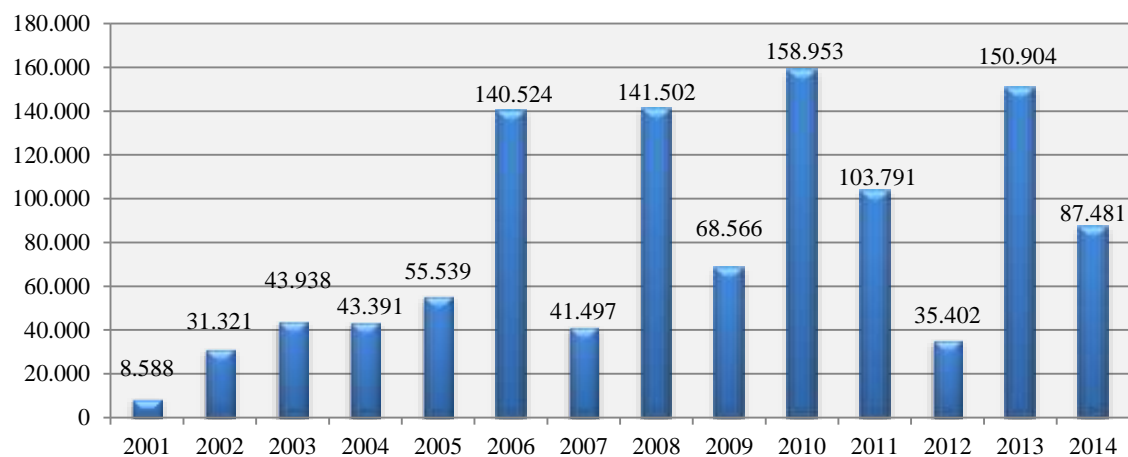
¹⁰ U ovom izvještajnom periodu registrovano je 13 privatizacionih investicionih fondova sa ukupnim osnivačkim kapitalom u iznosu od 1.576.096.056 KM, ali su ovi podaci izostavljeni iz pregleda zbog lakše uporedivosti podataka, ali i zbog činjenice da se radi o jednokratnim postupcima.



Slika 5. Uporedni prikaz broja emisija hartija od vrijednosti u periodu od 2001. do 2014. godine

Ukupna vrijednost prikupljenog dodatnog kapitala u postupcima javne ponude (četiri emisije sa ukupnim prikupljenim sredstvima 52.075.500 KM) i u postupcima emisija zatvorenog tipa (član 60. stav 1. tačke a), b) osim u dijelu koji se odnosi na konverziju obaveza u kapital, v), g) i d)), od kojih su, u konkretnom izvještajnom periodu, obavljene tri emisije za kvalifikovanog investitora (u okviru kojih su prikupljena sredstva iznosila 34.470.000 KM), te dvije emisije za investitore koji uplaćuju najmanje 100.000 KM (u okviru kojih su prikupljena sredstva iznosila 935.700 KM), iznosila je 87.481.200 KM. U toku prethodnog izvještajnog perioda (2013. godine) prikupljena sredstva u postupcima javnih i zatvorenih emisija iznosila su 150.903.848 KM.

Ukupno prikupljena sredstava u postupcima u kojima su uplaćivana novčana sredstva, od 2001. godine do kraja ovog izvještajnog perioda iznose 1.059.322.723 KM¹¹.



Slika 6. Sredstva prikupljena emisijom hartija od vrijednosti u periodu od 2001. godine do 2014. godine

Važna informacija za tržište kapitala jeste i činjenica da je od 2001. godine do kraja izvještajnog perioda, takođe prema trenutku upisa u registar emitenata hartija od

¹¹ Naravno, taj iznos se razlikuje u odnosu na ponuđeni obim ovih vrsta emisija zbog činjenice da u nekim slučajevima nije prodat ukupan obim emisije, a u nekim slučajevima emisija je realizovana uz emisionu premiju, odnosno po prodajnim cijenama većim od cijena po kojima su hartije emitovane.

vrijednosti, povećanje kapitala po osnovu rasporeda rezervi i neraspoređene dobiti obavljeno u stotinu i osam slučajeva, sa ukupnim iznosom od 413.247.360 KM (u toku 2014. godine obavljene su dvije emisije iz neraspoređene dobiti sa ukupnim iznosom od 9.650.362 KM). S druge strane, u istom periodu, kod Komisije je registrovano ukupno stotinu i sedam postupaka smanjenja osnovnog kapitala i to smanjenje je predstavljeno u ukupnom iznosu od 1.080.389.942 KM. U toku izvještajnog perioda, ovu proceduru je obavilo pet otvorenih akcionarskih društava, sa ukupnim smanjenjem od 43.585.060 KM.

Godina	Povećanje osnovnog kapitala iz neraspoređene dobiti i rezervi ¹²		Smanjenje osnovnog kapitala zbog pokrića gubitka	
	Broj	Iznos (u KM)	Broj	Iznos smanjenja (u KM)
2002.	7	5.575.015	-	-
2003.	3	2.126.000	2	7.485.003
2004.	8	148.254.640	12	63.667.722
2005.	20	115.550.008	10	82.697.595
2006.	16	12.566.950	16	183.382.008
2007.	17	30.820.606	17	220.165.777
2008.	13	21.757.381	5	13.591.740
2009.	9	15.605.498	3	9.053.447
2010.	2	10.624.762	11	154.039.088
2011.	6	21.844.113	14	171.989.154
2012.	3	2.700.367	6	11.895.129
2013.	2	16.171.658	6	118.838.219
2014.	2	9.650.362	5	43.585.060
Ukupno	108	413.247.360	107	1.080.389.942

Tabela 10. Odnos povećanja kapitala iz neraspoređene dobiti i rezervi društva i smanjenja kapitala u periodu od 2002. do 2014. godine

U postupcima promjena podataka o kapitalu, Komisija je u toku perioda funkcionisanja tržišta kapitala obavljala i druge aktivnosti, i to¹³:

¹² Komisija ne raspolaže podacima koliko privrednih društava je dividendu isplaćivalo u novcu.

¹³ Navedeni podaci sadrže promjene na kapitalu i u simultano osnovanim/zatvorenim akcionarskim društvima, koji su sa izmjenama Zakona o tržištu hartija od vrijednosti (iz 2012. godine) dobili drugačiji status u odnosu na obaveze vođenja u registru emitenata kod Komisije.

Godina	Statusne promjene		Konverzije potraživanja u akcije	Promjene nominalne vrijednosti akcija	Konverzija akcija
	Podjele	Spajanja			
2001.	-	-	-	-	-
2002.	-	-	1	-	-
2003.	2	4	2	-	-
2004.	3	-	3	-	-
2005.	4	-	8	1	1
2006.	1	1	4	9	-
2007.	4	2	4	3	-
2008.	-	1	4	1	1
2009.	3	1	1	-	-
2010.	-	-	-	1	-
2011.	-	2	1	2	1
2012.	-	-	-	1	-
2013.	-	-	3	1	-
2014.	-	1	2	-	-

Tabela 11. Broj ostalih postupaka promjena podataka o kapitalu u periodu od 2001. – 2014. godine

Dalji razvoj tržišta kapitala u smislu emisija hartija od vrijednosti zavisice i od sposobnosti menadžmenta i preduzetnika da, na adekvatan način, pripreme razvojne projekte, te od njihove volje da izvršavaju sopstvene obaveze u smislu korektnog odnosa sa svim zainteresovanim stranama za rad privrednog društva, kako bi stekli povjerenje investitora u smislu obezbjeđenja efikasne zaštite manjinskih akcionara.

4. Sekundarno tržište

4.1. Berzanski pokazatelji

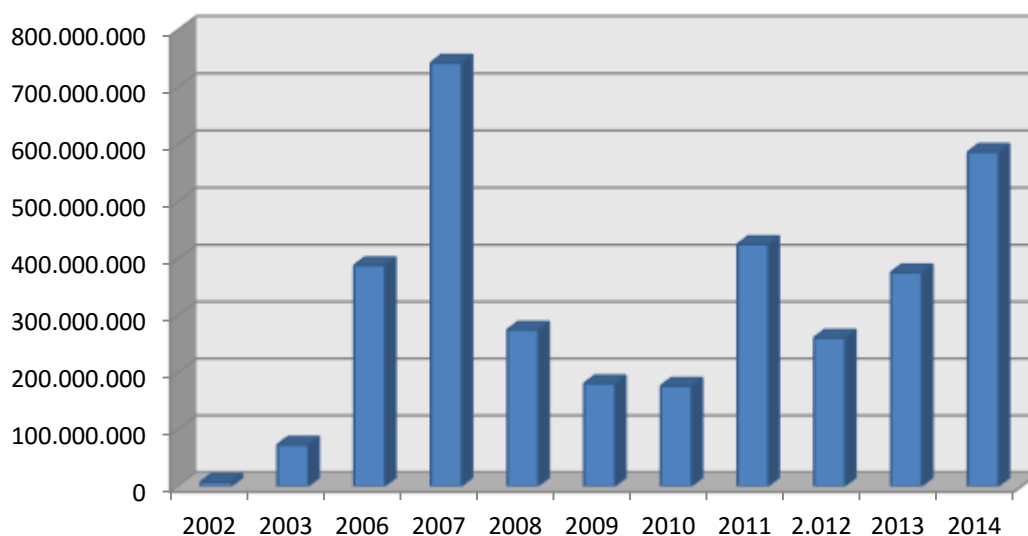
Ukupan promet na Banjalučkoj berzi (uključujući blok poslove, prijavljene poslove po osnovu preuzimanja, aukcije za pakete akcija, obveznice i javne ponude) u 2014. godini iznosio je 586.607.561 KM, što je 56,07% više od ostvarenog ukupnog prometa u 2013. godini.

Ukupan promet	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Akcije:					
▪ Redovan promet	36.620.670	63.119.771	37.475.855	36.183.852	82.054.465
▪ Blok posao	65.457.257	45.697.722	5.695.270	21.242.652	20.532.775
▪ Preuzimanje	1.928.929	8.466.960	8.432.729	16.048.533	830.490
▪ Aukcija za paket akcija	12.596.306	9.766.690	7.762.107	8.533.224	4.455.448
▪ Javna ponuda	3.734.353	1.627.867	5.400.000	11.828.500	6.048.500
Obveznice:					
▪ Redovan promet	28.078.960	29.790.118	47.801.659	77.884.632	93.192.564
▪ Javna ponuda	27.778.605	178.671.500	36.059.478	-	187.503.000
Trezorski zapisi:					
▪ Redovni promet	-	-	17.315.384	13.248.300	20.223.994
▪ Javna ponuda	-	88.316.356	94.989.459	190.886.818	171.766.325
Ukupno	176.195.081	425.456.984	260.931.941	375.856.513	586.607.561

Tabela 12. Ukupan promet na Banjalučkoj berzi u periodu 2009. – 2014. godina¹⁴

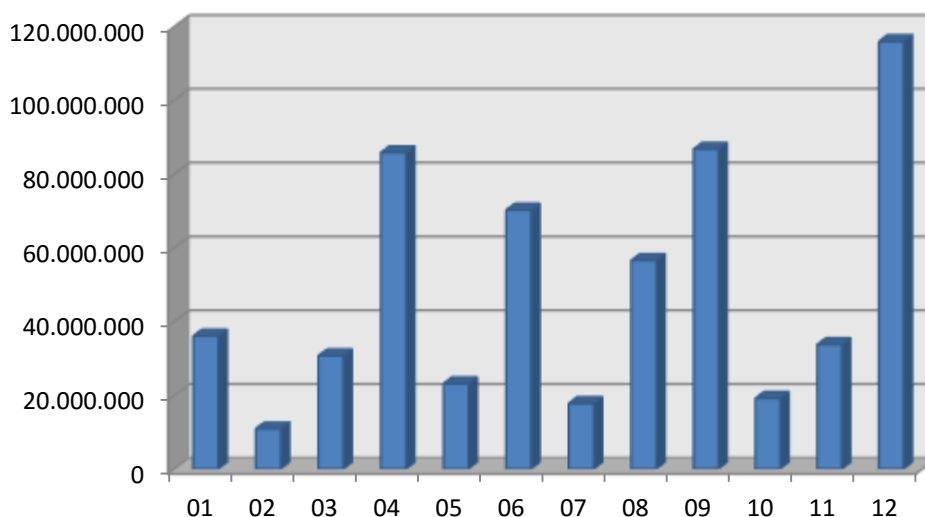
¹⁴ Izvor: Banjalučka berza, URL= <https://www.blberza.com/Pages/annualreports.aspx>

Na osnovu podataka iz prethodne tabele može se vidjeti da je u 2014. godini došlo do značajne promjene vrijednosti redovnog prometa akcijama (126,77%). Međutim, došlo je do značajnog povećanja vrijednosti redovnog prometa trezorskim zapisima, za 52,65% u odnosu na prethodnu godinu. S druge strane, u ovoj godini došlo je do smanjenja vrijednosti javnih ponuda akcija (-48,87%), kao i aukcije za pakete akcija (-47,79%). Javna ponuda obveznica i trezorskih zapisa značajno su djelovali na ostvareni ukupan promet na Banjalučkoj berzi u 2014. godini (61,25%).



Slika 7. Ukupan promet na Banjalučkoj berzi u periodu 2002.-2014. godine¹⁵

U 2014. godini **ukupan promet na Banjalučkoj berzi** nalazi se na najvišem nivou od nastanka tržišta kapitala Republike Srpske, izuzev ostvarnog prometa u 2007. godini.



Slika 8. Ukupan promet na Banjalučkoj berzi u 2014. godini, po mjesecima¹⁶

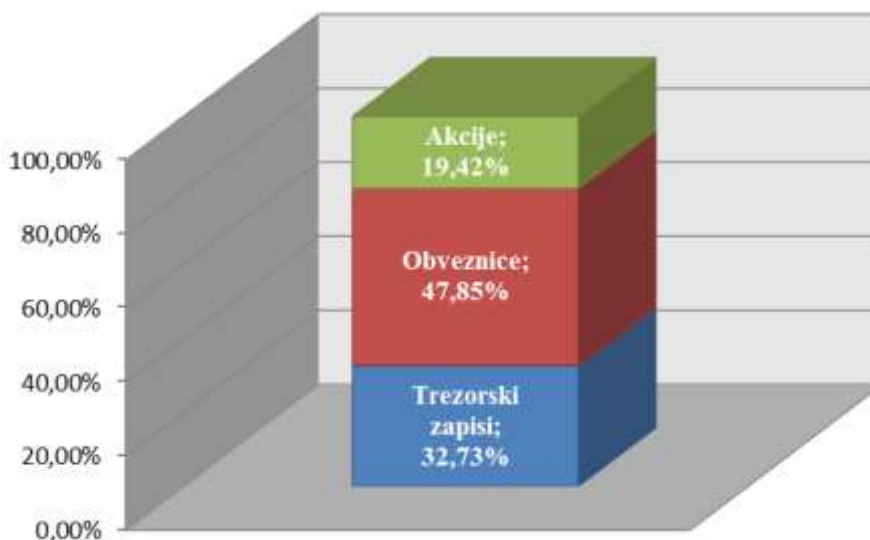
Oscilacije u prometu na berzi bile su prisutne krajem svakog kvartala u 2014. godini. Najveći promet u 2014. ostvaren je u aprilu, junu i septembru.

¹⁵ Isto

¹⁶ Isto

Ukupan promet	Iznos	%
Akcije:		19,4
▪ Redovan promet	82.054.465	14,0
▪ Blok posao	20.532.775	3,5
▪ Preuzimanje	830.490	0,1
▪ Aukcija za paket akcija	4.455.448	0,8
▪ Javna ponuda	6.048.500	1,0
Obveznice:		47,9
▪ Redovan promet	93.192.564	15,9
▪ Javna ponuda	187.503.000	32,0
Trezorski zapisi:		32,7
▪ Redovni promet	20.223.994	3,4
▪ Javna ponuda	171.766.325	29,3
Ukupno	586.607.561	100,0

Tabela 13. Struktura ukupno ostvarenog prometa na Banjalučkoj berzi u 2014. godini¹⁷



Slika 9. Struktura ukupnog prometa u Republici Srpskoj u 2014. godini

U strukturi ukupnog prometa u 2014. godini, kao i u prethodnoj godini, dominiraju obveznice koji su prometovani putem javne ponude ali i u sekundarnom redovnom prometu, sa učešćem od 47,85%, u odnosu na ukupno ostvareni promet, s tim da ovo učešće u odnosu na prethodnu godinu poraslo više nego dvostruko, kada je iznosilo 20,72%.

Od ukupnog prometa u 2014. godini, 19,42% čini redovan promet akcijama, što je pad u odnosu na prethodnu godinu (24,97%). Pored toga, redovan promet obveznicama učestvovao je sa 15,9%, što predstavlja smanjenje u odnosu na prethodnu godinu kada je ovo učešće iznosilo 20,72%. Promet trezorskih zapisa čini 32,73% ukupnog prometa, što predstavlja smanjenje u odnosu na prethodnu godinu kada je ovo učešće bilo 54,31% ukupnog prometa.

¹⁷ Isto

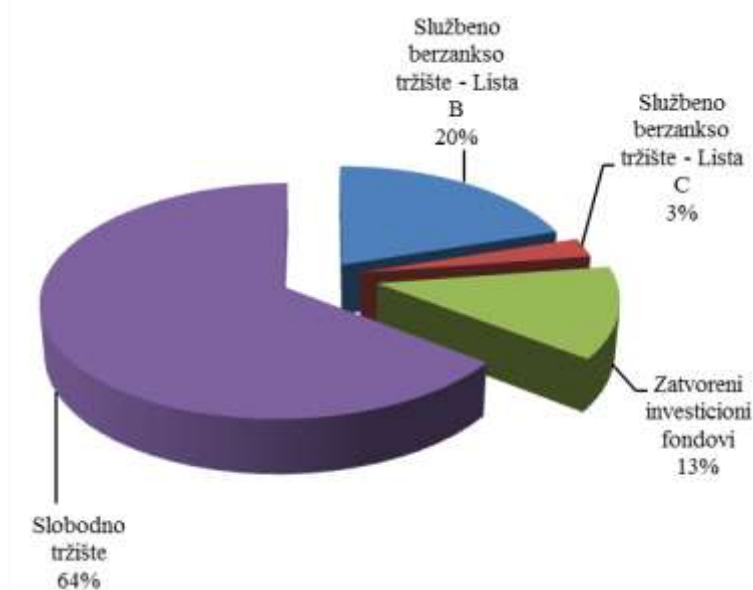
	Promet		Broj transakcija		Tržišna kapitalizacija
	Redovan	Ostali poslovi ¹⁸	Redovan	Ostali poslovi	
Akcije	71.606.553	27.923.618	4.570	57	3.498.479.051
Fondovi	10.447.912	3.943.595	6.986	3	130.334.855
Obveznice	93.192.564	187.503.000	10.929	37	734.413.532
Trezorski zapisi	20.223.994	171.766.325	17	55	78.584.643
Ukupno	195.471.024	391.136.538	22.502	152	4.441.812.082
Ukupno	586.607.561		22.654		

Tabela 14. Promet, broj transakcija i tržišna kapitalizacija u 2014. godini¹⁹

Redovan promet na Banjalučkoj berzi u 2014. godini (izuzimajući blok poslove, prijavljene poslove po osnovu preuzimanja, javne ponude i aukcije za pakete akcija i obveznica) iznosio je 195.471.024 KM, što je za 53,53% više nego u 2013. godini.

Tokom 248 dana redovnog trgovanja ukupno je zaključeno 22.502 transakcije, što je za 26,19% manje nego u 2013. godini. U prosjeku je zaključeno 91 transakcija po danu trgovanja, sa prosječnom vrijednosti pojedinačne transakcije u iznosu od 8.686,8 KM.

Prosječan redovan dnevni promet na Banjalučkoj berzi u 2014. godini iznosio je 788.190 KM, što je više za 52,91% u odnosu na prethodnu godinu.



Slika 10. Struktura redovnog prometa po segmentima tržišta u 2014. godini²⁰

Najveći redovan promet u 2014. godini je ostvaren hartijama od vrijednosti emitenata koji su uvršteni na slobodno tržište (64%), zatim hartijama od vrijednosti uvrštenim na službeno berzansko tržište - lista B (20%), te akcijama zatvorenih investicionih fondova (13%).

U **redovnom prometu obveznicama** u 2014. godini ostvareno je 93.192.564 KM, što je činilo 15,9% ukupnog i 47,7% redovnog prometa.

¹⁸ U prijavljenim poslovima uključeni su blok poslovi, preuzimanja, aukcije za paket akcija i javne ponude

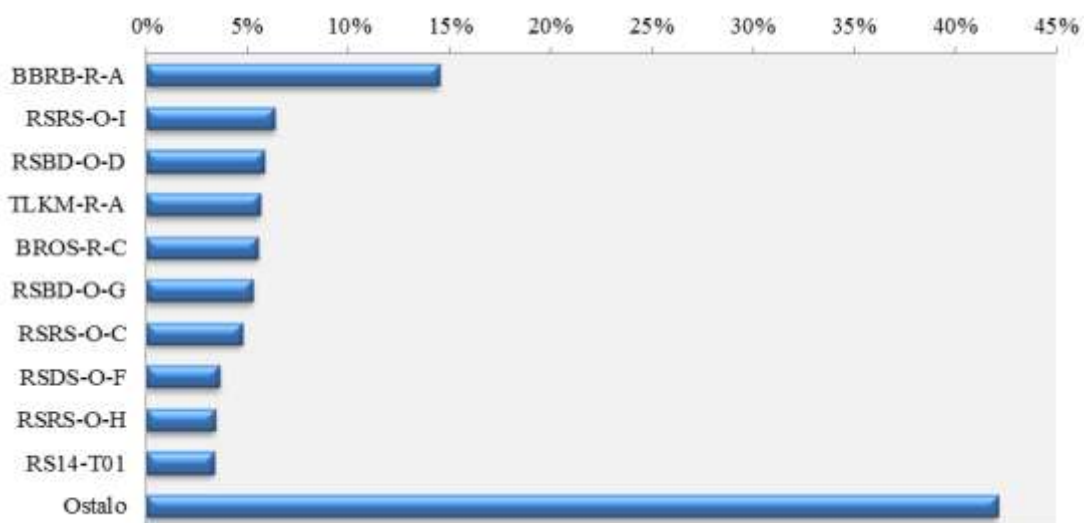
¹⁹ Isto

²⁰ Isto

U 2014. godini, članovi Banjalučke berze su zaključili 21 blok posao, više nego prethodne godine, kada je zaključeno 12 blok poslova. Ukupna vrijednost trgovanja sa blok poslovima iznosila je 20.532.775 KM, što predstavlja 3,5% ukupnog prometa na Banjalučkoj berzi (3,34% manje nego prethodne godine).

Oznaka	Emitent	Cijena na dan 31.12.14.	Prosječna cijena	Broj transak.	Vrijednost (KM)
BBRB-R-A	BOBAR BANKA AD BIJELJINA	4.500,00	4.500,00	35	28.269.000
RSRS-O-I	REPUBLIKA SRPSKA-izmirenje ratne štete 9	62,14	62,34	3.849	12.383.600
RSBD-O-D	REPUBLIKA SRPSKA 4,5% 11/04/18	100,00	100,00	1	11.300.000
TLKM-R-A	TELEKOM SRPSKE AD BANJA LUKA	1,59	1,62	1.554	10.950.937
BROS-R-C	BOBAR OSIGURANJE AD BIJELJINA	300,00	300,00	11	10.720.500
RSBD-O-G	REPUBLIKA SRPSKA 5,5% 03/12/19	102,70	102,70	1	10.270.000
RSRS-O-C	REPUBLIKA SRPSKA-izmirenje ratne štete 3	73,01	72,90	964	9.193.510
RSDS-O-F	REPUBLIKA SRPSKA-stara devizna štednja 6	92,50	91,16	477	7.030.028
RSRS-O-H	REPUBLIKA SRPSKA-izmirenje ratne štete 8	64,72	62,75	1.452	6.591.782
RS14-T01	REPUBLIKA SRPSKA T-bills 12M 27/01/15	98,72	98,32	8	6.489.351
Ostalo				14.150	82.272.315
Ukupno				22.502	195.471.024

Tabela 15. Deset hartija od vrijednosti kojima je najviše trgovano na Banjalučkoj berzi u 2014. godini²¹



Slika 11. Učešće redovnog prometa top deset akcija u redovnom prometu na Banjalučkoj berzi u 2014. godini²²

U 2014. godini Banjalučkoj berzi je prijavljeno 10 poslova po osnovu završenih ponuda za preuzimanje u ukupnoj vrijednosti od 830.490 KM, što je činilo tek 0,14% ukupnog prometa. Ostvareno je 6.048.500 KM prometa kroz dvije **javne ponude akcija**, što je činilo 1,03% ukupnog prometa.

²¹ Isto

²² Isto

Emitent	Datum aukcije	Oznaka HOV	Cijena	Broj prometovanih akcija	Vrijednost
REPUBLIKA SRPSKA T-bills 3M 27/06/14	26.3.2014	RS14-T02	99,25	2.500	24.812.400
REPUBLIKA SRPSKA T-bills 6M 30/10/14	29.4.2014	RS14-T03	98,42	1.500	14.763.450
REPUBLIKA SRPSKA T-bills 6M 27/11/14	26.5.2014	RS14-T04	98,51	2.000	19.702.040
REPUBLIKA SRPSKA T-bills 6M 26/12/14	25.6.2014	RS14-T05	98,80	2.000	19.760.000
REPUBLIKA SRPSKA T-bills 6M 18/05/15	17.11.2014	RS14-T09	99,10	2.000	19.820.000
REPUBLIKA SRPSKA T-bills 9M 16/06/15	15.9.2014	RS14-T08	97,45	951	9.267.400
REPUBLIKA SRPSKA T-bills 12M 27/01/15	27.1.2014	RS14-T01	96,16	2.500	24.041.000
REPUBLIKA SRPSKA T-bills 9M 22/04/15	21.7.2014	RS14-T06	98,38	1.000	9.837.530
REPUBLIKA SRPSKA T-bills 6M 19/02/15	18.8.2014	RS14-T07	99,03	1.500	14.854.050
REPUBLIKA SRPSKA T-bills 3M 31/03/15	30.12.2014	RS14-T11	99,39	1.500	14.908.455
Ukupno					171.766.325

Tabela 16. Javne ponude trezorskih zapisa na Banjalučkoj berzi u 2014. godini

U 2014. godini ostvareno je 171.766.325 KM prometa kroz jedanaest **javnih ponuda trezorskih zapisa**, što je činilo 29,3% ukupnog prometa ostvarenog na Banjalučkoj berzi u 2014. godini.

Emitent	Datum aukcije	Oznaka HOV	Početna cijena	Cijena	Broj prometovanih akcija	Vrijednost prometa
METAL AD GRADIŠKA	10.1.2014	METL-L3	0,34	0,34	1.341.971	456.270
JP KOMUNALNO AD PALE	3.2.2014	KPPL-L1	1,07	1,07	29.519	31.585
VODOVOD AD PRIJEDOR	3.2.2014	VDPR-L1	0,06	0,06	341.275	20.477
KP BUDUĆNOST AD LAKTAŠI	3.2.2014	BDLA-L1	0,19	0,19	162.924	30.956
KOMUNALAC AD LAKTAŠI	3.2.2014	KOML-L1	0,01	0,02	30.205	544
KOMUNALAC AD KOZARSKA DUBICA	3.2.2014	KMNC-L1	0,60	0,60	60.358	36.215
KOMUNALNE USLUGE AD PRIJEDOR	3.2.2014	KUPR-L1	0,47	0,47	280.522	131.845
GRADSKA TRŽNICA AD PRIJEDOR	3.2.2014	GTPR-L1	0,31	0,31	39.504	12.246
JP KOMUS AD BILEČA	3.2.2014	KOBI-L1	0,41	0,41	8.786	3.602
KOMUS AD NOVI GRAD	3.2.2014	KMNG-L1	0,31	0,31	186.651	57.862
ČISTOČA AD BANJA LUKA	3.2.2014	CIST-L1	1,03	1,03	960.391	989.203
KOMUNALNO AD TREBINJE	3.2.2014	KMTB-L1	0,97	1,11	36.361	40.361
KOZARAPREVOZ AD NOVI GRAD	5.2.2014	KZPR-L1	0,10	0,10	1.146.268	114.627
GRADSKA CISTOCA AD BRATUNAC	5.2.2014	GCBR-L1	0,51	0,51	16.762	8.549
GLAS SRPSKI - TRGOVINA AD BANJA LUKA	25.2.2014	GLST-L1	0,21	0,21	348.575	73.201
KP BOBAS AD KOTOR VAROŠ	28.2.2014	BOBS-L1	1,02	1,02	37.920	38.678
GP HERC GRADNJA AD BILEČA - prelazak u d.o.o.	23.4.2014	VIDU-L1	1,00	1,00	153.891	153.891
PALAS AD BANJA LUKA	1.9.2014	HPAL-L1	1,05	1,05	741.163	778.221
ZIF BORS INVEST FOND AD BL	5.12.2014	BRSP-L1	3,50	3,50	71.925	251.738
TC BALKANA AD MRKONJIC GRAD	5.12.2014	BKMG-L2	0,37	0,37	217.978	79.998
CELEX SHP AD BANJA LUKA	22.12.2014	CELEX-L1	1,00	1,00	1.145.381	1.145.381

Tabela 17. Aukcija za pakete akcija na Banjalučkoj berzi u 2014. godini²³

²³ Isto

Na Banjalučkoj berzi je u 2014. godini kroz 21 **aukciju za paket akcija** ostvaren promet u vrijednosti od 4.455.448 KM, što predstavlja 0,76% ukupnog prometa u 2014. godini.

Član	Kupovina		Prodaja		Ukupno		
	Promet	Broj	Promet	Broj	Promet	Broj	%
Advantis Broker a.d. Banja Luka	37.800.274	4.440	16.141.090	1.650	53.941.364	6.090	4,60%
Banka Srpske a.d. Banja Luka	8.264.726	116	1.867.752	125	10.132.479	241	0,86%
Bobar banka a.d. Bijeljina	15.496.076	489	61.189.149	2.953	76.685.225	3.442	6,55%
Eurobroker a.d. Banja Luka	7.231.087	2.275	14.490.465	5.589	21.721.551	7.864	1,85%
Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Banja Luka	60.095.713	367	6.214.006	2.950	66.309.719	3.317	5,66%
Direktni članovi tržišta trezorskih zapisa RS	38.106.266	17	18.731.423	15	56.837.689	32	4,85%
Ministarstvo finansija Republike Srpske			359.269.325	92	359.269.325	92	30,67%
Monet Broker a.d. Banja Luka	134.909.661	7.959	19.843.137	2.378	154.752.798	10.337	13,21%
Unicredit Bank a.d. Banja Luka	127.331.648	136	12.001.550	755	139.333.198	891	11,89%
Nova Banka a.d. Banja Luka	67.417.608	2.007	30.911.966	2.044	98.329.574	4.051	8,39%
Raiffeisen Capital a.d. Banja Luka	71.545.811	1.721	24.164.898	1.637	95.710.710	3.358	8,17%
Zepter broker a.d. Banja Luka	17.578.201	3.117	20.952.311	2.456	38.530.512	5.573	3,29%
Ukupno	585.777.072	22.644	585.777.072	22.644	38.530.512	45.288	100%

Tabela 18. Ukupan promet po članovima Banjalučke berze u 2014. godini²⁴

Tri člana berze sa ostvarenim najvećim ukupnim prometom u 2014. godini su:

1. Monet Broker a.d. Banja Luka (13,21%)
2. Unicredit Bank a.d. Banja Luka (11,89%)
3. Nova Banka a.d. Banja Luka (8,39%)

Učešće berzanskih posrednika **u redovnom prometu**, koji isključuje blok poslove, poslove preuzimanja, javne ponude i aukcije za paket akcija, je izmjenjeno u odnosu na ukupan promet, a razlog tome je veliko učešće blok poslova i preuzimanja akcionarskih društava u ukupnim transakcijama pojedinih berzanskih posrednika.

²⁴ Isto

Član	Kupovina		Prodaja		Ukupno		
	Promet	Br	Promet	Br	Promet	Broj	%
Advantis Broker a.d. Banja Luka	22.291.983	4.432	13.629.432	1.647	35.921.414	6.079	9,19%
Banka Srpske a.d. Banja Luka	462.226	113	847.050	122	1.309.277	235	0,33%
Bobar banka a.d. Bijeljina	3.250.007	479	52.947.734	2.942	56.197.741	3.421	14,37%
Eurobroker a.d. Banja Luka	5.602.841	2.271	12.411.293	5.586	18.014.134	7.857	4,61%
Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Banja Luka	8.320.443	358	6.142.060	2.948	14.462.503	3.306	3,70%
Direktni članovi tržišta trezorskih zapisa RS	5.113.333	4	18.731.423	15	23.844.756	19	6,10%
Ministarstvo finansija RS					0	0	0,00%
Monet Broker a.d. Banja Luka	61.793.276	7.928	15.664.844	2.371	77.458.120	10.299	19,81%
Unicredit Bank a.d. Banja Luka	27.048.027	126	11.923.212	753	38.971.239	879	9,97%
Nova Banka a.d. Banja Luka	30.307.060	1.987	24.856.853	2.034	55.163.912	4.021	14,11%
Raiffeisen Capital a.d. Banja Luka	21.478.139	1.692	18.296.924	1.630	39.775.063	3.322	10,17%
Zepter broker a.d. Banja Luka	9.803.689	3.112	20.020.199	2.454	29.823.888	5.566	7,63%
Ukupno	195.471.024	22.502	195.471.024	22.502	390.942.047	45.004	100%

Tabela 19. Redovan promet po članovima Berze u 2014. godini (isključuje blok poslove, preuzimanja, aukcije za paket akcija, javne ponude)²⁵



Slika 12. Učešće pojedinih berzanskih posrednika u redovnom prometu 2014. godini²⁶

Tri člana berze sa ostvarenim najvećim redovnim prometom u 2014. godini (isključujući blok poslove, prijavljivanje preuzimanja, aukcije za pakete akcija i javne ponude) su:

1. Monet Broker a.d. Banja Luka (19,81%)
2. Bobar banka a.d. Bijeljina (14,37%)
3. Nova banka a.d. Banja Luka (14,11%)

Berzanski indeksi predstavljaju pokazatelje kretanja cijena hartija od vrijednosti na berzi. U sastav indeksa mogu da ulaze akcije preduzeća, banaka i osiguravajućih društava koje ispunjavaju opšte uslove i kriterijume za uključivanje akcija.

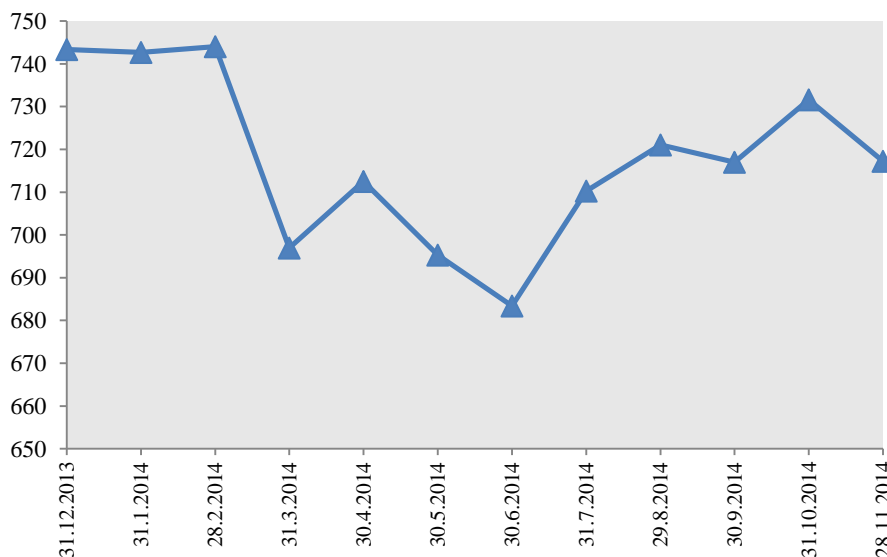
²⁵ Isto

²⁶ Isto

Berzanski indeks Republike Srpske (BIRS) formiran je 01.05.2004. godine sa početnom vrijednošću od 1.000,00 poena.

Oznaka HOV	Naziv emitenta	Cijena na dan 31.12. 2013.	Cijena na dan 31.12. 2014.	Promjena (%)	Promet (KM)	P/E ²⁷
BLPV-R-A	BANJALUČKA PIVARA AD BANJA LUKA	0,854	1,08	26,46%	44.231	114,83
BOKS-R-A	BOKSIT AD MILIĆI	0,64	0,64	0,00%	158.653	8,66
BVRU-R-A	ZTC BANJA VRUĆICA AD TESLIĆ	0,48	0,65	35,42%	2.997.157	20,04
CIST-R-A	ČISTOČA AD BANJA LUKA	0,92	0,792	-13,91%	1.531.737	
DEST-R-A	HEMIJSKA INDUSTRIJA DESTILACIJA AD TESLIĆ	0,307	0,267	-13,03%	12.486	25,17
EKBL-R-A	ELEKTROKRAJINA AD BANJA LUKA	0,22	0,17	-22,73%	134.984	12,57
ELBJ-R-A	ELEKTRO-BIJELJINA AD BIJELJINA	0,208	0,204	-1,92%	124.421	59,09
ELDO-R-A	ELEKTRO DOBOJ AD DOBOJ	0,6	0,58	-3,33%	49.281	28,15
HEDR-R-A	HIDROELEKTRANE NA DRINI AD VIŠEGRAD	0,4	0,37	-7,50%	281.382	10,48
HELV-R-A	HIDROELEKTRANE NA VRBASU AD M.GRAD	0,415	0,489	17,83%	54.411	42,09
HETR-R-A	HIDROELEK. NA TREBIŠNJI CI AD TREBINJE	0,422	0,415	-1,66%	262.781	12,96
IPBL-R-A	INDUSTRIJSKE PLANTAŽE AD BANJA LUKA	0,497	0,6	20,72%	99.794	2.066,54
KRJN-R-A	KRAJINA GP AD BANJA LUKA	1,6	1,56	-2,50%	20.899	23,78
LJUB-R-A	RUDNICI ŽELJEZNE RUDE LJUBIJA AD PRIJEDOR	0,449	0,36	-19,82%	65.956	31,63
MRDN-R-A	MERIDIAN AD BANJA LUKA	0,65	0,45	-30,77%	2.570	9,72
NOVB-R-E	NOVA BANKA AD BANJA LUKA	0,648	0,576	-11,11%	908.123	
RITE-R-A	R I T E GACKO AD GACKO	0,126	0,086	-31,75%	129.379	7,29
RNAF-R-A	RAFINERIJA NAFTE BROD AD BROD	0,04	0,019	-52,50%	21.405	
RTEU-R-A	R I T E UGLJEVIK AD UGLJEVIK	0,21	0,16	-23,81%	96.077	13,63
TLKM-R-A	TELEKOM SRPSKE AD BANJA LUKA	1,64	1,59	-3,05%	10.950.937	7,79

Tabela 20. Promjena vrijednosti akcija koje ulaze u sastav BIRS-a u 2014. godini²⁸



Slika 13. Mjesečno kretanje BIRS-a u 2014. godini

²⁷ Pokazatelj P/E (eng. Price/Earning per share) predstavlja odnos cijene i zarade po akciji i odnosi se na finansijske izvještaje za posljednju godinu

²⁸ Isto

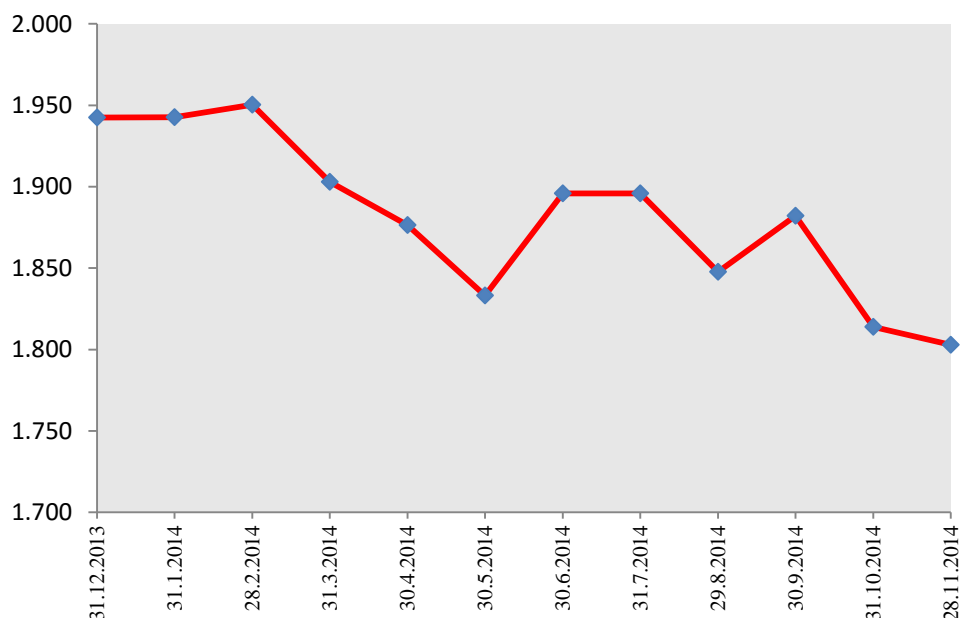
Berzanski indeks (BIRS) je u 2014. godini imao pad od 2,97% a njegova vrijednost na dan 31.12.2014. iznosila je 721,30 poena.

Najveću vrijednost BIRS je imao 28.02.2014. godine (744,05 poena), a najnižu vrijednost je imao 11.02.2014. godine (673 poena).

Indeks investicionih fondova Republike Srpske (FIRS) formiran je 01.08.2004. godine sa početnom vrijednošću od 1.000,00 poena. Njegovu vrijednost određuju cijene svih investicionih fondova.

Oznaka HOV	Naziv emitenta	Cijena na dan 31.12.13.	Cijena na dan 31.12.14.	Promjena cijene (%)	Promet (KM)
BLBP-R-A	ZIF BLB-PROFIT AD BANJA LUKA	3,05	2,92	-4,26%	171.997
BRSP-R-A	ZIF BORS INVEST FOND AD BANJA LUKA	3	2,06	-31,33%	403.996
EINP-R-A	ZIF EUROINVESTMENT FOND AD BANJA LUKA	13,5	15,23	12,81%	1.437.543
EKVP-R-A	ZIF AKTIVA INVEST FOND AD BANJA LUKA	3,04	2,46	-19,08%	437.123
INVP-R-A	ZIF INVEST NOVA FOND AD BIJELJINA	0,042	0,045	7,14%	1.266.258
JHKP-R-A	ZIF JAHORINA KOIN AD PALE	2,88	1,68	-41,67%	70.853
KRIP-R-A	ZIF KRISTAL INVEST FOND AD BANJA LUKA	5,14	5,23	1,75%	1.116.990
PLRP-R-A	ZIF POLARA INVEST FOND AD BANJA LUKA	5,92	3,85	-34,97%	304.338
PRVP-R-A	ZIF PRIVREDNIK INVEST AD BANJA LUKA	1,27	1,01	-20,47%	302.217
UNIP-R-A	ZIF UNIONINVEST FOND AD BIJELJINA	0,6	0,48	-20,00%	17.472
VBIP-R-A	ZIF VB FOND AD BANJA LUKA	2,52	1,42	-43,65%	326.315
VIBP-R-A	ZIF VIB FOND AD BANJA LUKA	3,02	2,35	-22,19%	3.845
ZPTP-R-A	ZIF ZEPTER FOND AD BANJA LUKA	7,89	7,68	-2,66%	4.586.334
Ukupno					10.445.283

Tabela 21. Promjena vrijednosti akcija koje ulaze u sastav indeksa FIRS u 2014. godini²⁹



Slika 14. Mjesečno kretanje FIRS-a u 2014. godini

Indeks investicionih fondova (FIRS) je u 2014. godini imao pad od 8,44% i 31.12.2014. godine vrijednost FIRS-a je iznosila 1.778,55 poena.

²⁹ Isto

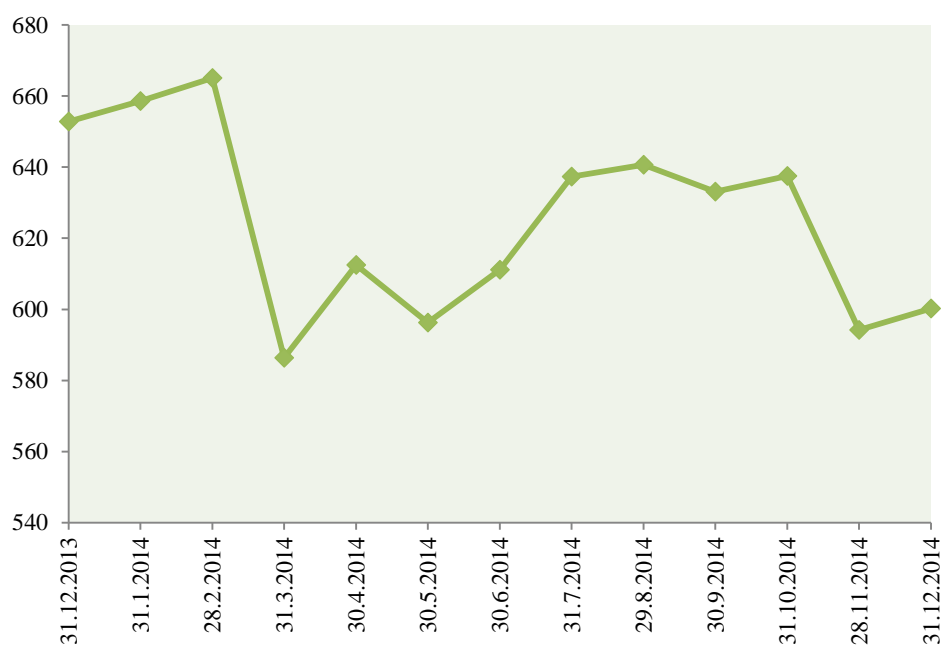
Najnižu vrijednost FIRS je imao 26.12.2014. godine (1.735,56) a najvišu vrijednost ostvario je 17.02.2014. godine, kada je iznosio 1.980,48 poena.

Od akcija iz sastava FIRS-a rast cijene ostvarile su akcije samo tri fonda, i to ZIF Euroinvestment fond a.d. Banja Luka (12,81%), ZIF Invest nova a.d. Bijeljina (7,14%) i ZIF Kristal invest a.d. Banja Luka (1,75%) a najveći pad cijene imale su akcije ZIF VB fond a.d. Banja Luka (-43,65%) i ZIF Jahorina Koin a.d. Pale (-41,67%).

Indeks preduzeća Elektroprivrede Republike Srpske (ERS10) određuje se za preduzeća iz elektroenergetskog sektora.

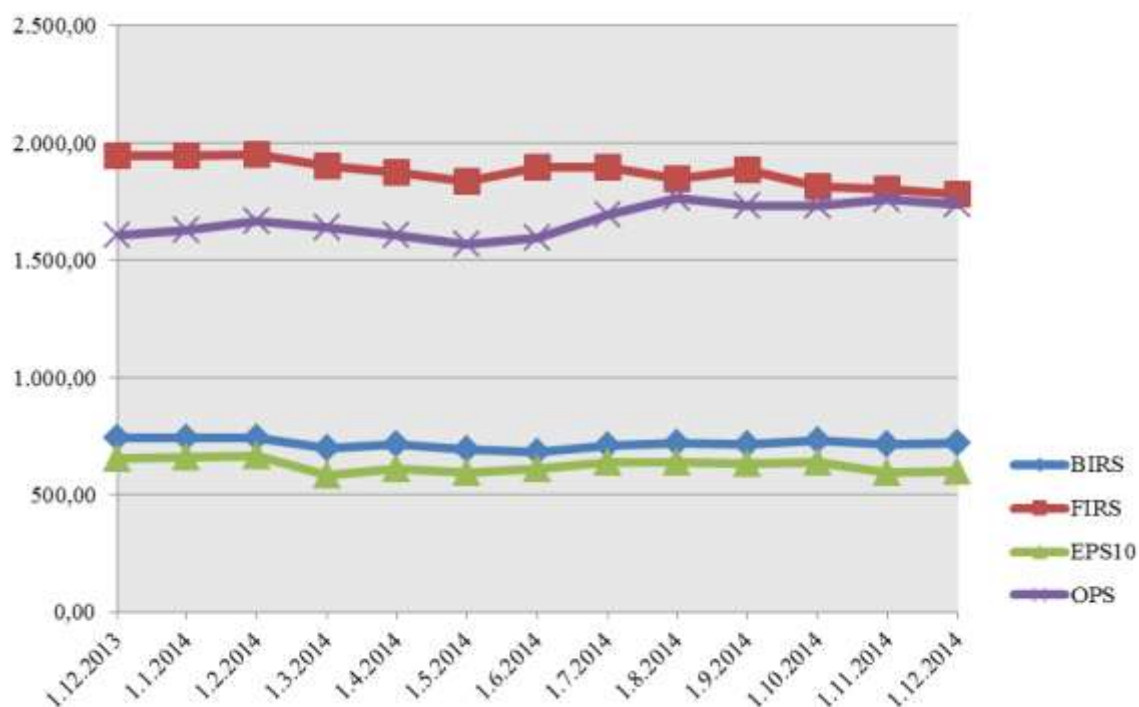
Oznaka HOV	Naziv emitenta	Cijena na dan 31.12. 2013.	Cijena na dan 31.12. 2014.	Promjena cijene (%)	Promet u KM	P/E
EDPL-R-A	ELEKTRODISTRIBUCIJA AD PALE	0,312	0,25	-19,87%	8.646	17,07
EKBL-R-A	ELEKTROKRAJINA AD BANJA LUKA	0,22	0,17	-22,73%	134.984	12,57
EKHC-R-A	ELEKTROHERCEGOVINA AD TREBINJE	0,202	0,12	-40,59%	18.098	25,95
ELBJ-R-A	ELEKTRO-BIJELJINA AD BIJELJINA	0,208	0,204	-1,92%	124.421	59,09
ELDO-R-A	ELEKTRO DOBOJ AD DOBOJ	0,6	0,58	-3,33%	49.281	28,15
HEDR-R-A	HIDROELEKTRANE NA DRINI AD VIŠEGRAD	0,4	0,37	-7,50%	281.382	10,48
HELV-R-A	HIDROELEKTRANE NA VRBASU AD M.GRAD	0,415	0,489	17,83%	54.411	42,09
HETR-R-A	HIDROELEK. NA TREBIŠNjICI AD TREBINJE	0,422	0,415	-1,66%	262.781	12,96
RITE-R-A	R I TE GACKO AD GACKO	0,126	0,086	-31,75%	129.379	7,29
RTEU-R-A	R I TE UGLjEVIK AD UGLjEVIK	0,21	0,16	-23,81%	96.077	13,63
Ukupno					1.159.460	

Tabela 22. Promjena vrijednosti akcija koje ulaze u sastav indeksa ERS10 u 2014. godini³⁰



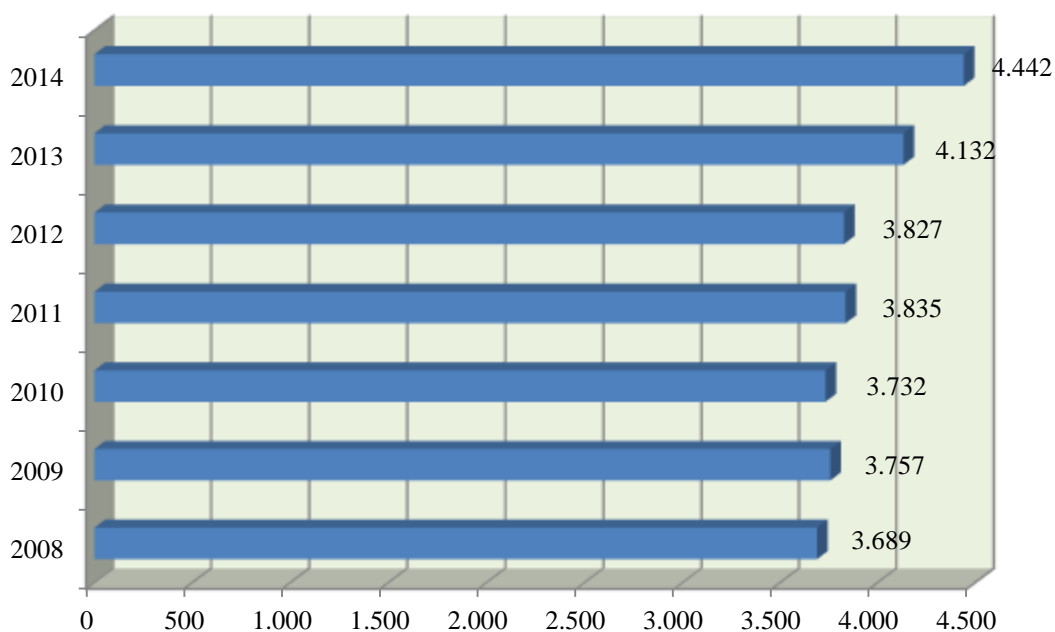
Slika 15. Mjesečno kretanje ERS10-a u 2014. godini

³⁰ Isto



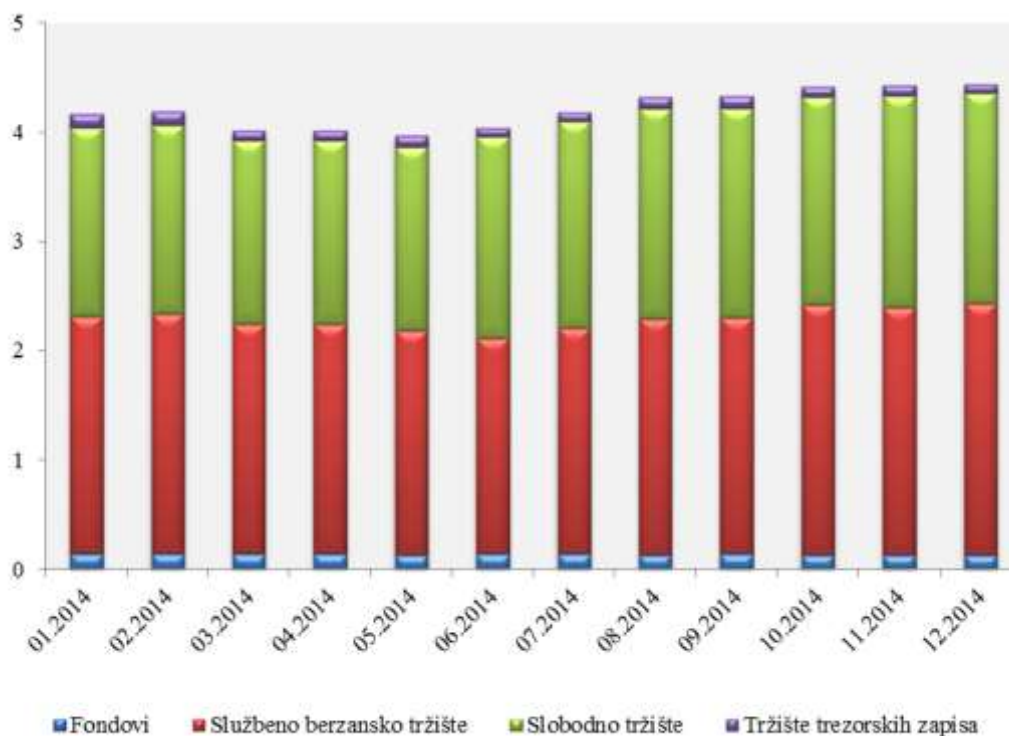
Slika 16. Grafički prikaz vrijednosti indeksa BIRS, FIRS i ERS10 u 2014. godini³¹

Ukupna **tržišna kapitalizacija** svih hartija od vrijednosti kojima se trguje na Banjalučkoj berzi 31.12.2014. godine iznosila je 4.441.812.082 KM, što je za 7,5% više nego na kraju 2013. godine.



Slika 17. Pregled tržišne kapitalizacije na Banjalučkoj berzi u periodu od 2008. do 2014. godine (u mil. KM)

³¹ Isto



Slika 18. Prikaz tržišne kapitalizacije u 2014. godini³²

4.2. Registracija, obračun, poravnanje i prenos hartija od vrijednosti

Prema Zakonu o tržištu hartija od vrijednosti poslove jedinstvene evidencije o hartijama od vrijednosti, o vlasnicima hartija od vrijednosti, o pravima iz hartija od vrijednosti, o pravima trećih lica na hartijama od vrijednosti i titularima tih prava, kao i zabrane i ograničenja prenosa hartija od vrijednosti obavlja Centralni registar hartija od vrijednosti a.d. Banja Luka (u danjem tekstu: Centralni registar). Dakle, Centralni registar otvara i vodi račune vlasnika hartija od vrijednosti, emitenata, berzanskih posrednika i račune drugih članova Centralnog registra i njihovih klijenata, kastodi račune i račune za deponovanje hartija od vrijednosti. Istovremeno je klirinška kuća koja obavlja poslove obračuna, poravnanja i prenosa hartija od vrijednosti i novčanih obaveza i potraživanja nastalih po osnovu poslova sa hartijama od vrijednosti, zaključenih na berzi. Centralni registar vrši i prenos hartija od vrijednosti na osnovu drugih zakonom propisanih poslova.

Na dan 31.12.2014. godine Centralni registar je imao 14 članova, i to deset berzanskih posrednika i četiri kastodi banke. Berzanski posrednici koji imaju status člana Centralnog registra su:

1. Advantis Broker a.d. Banja Luka,
2. Banka Srpske a.d. Banja Luka,
3. Bobar Banka a.d. Bijeljina,
4. Eurobroker a.d. Banja Luka,
5. Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Banja Luka,
6. Monet Broker a.d. Banja Luka,
7. Nova Banka a.d. Banja Luka,
8. Raiffeisen Bank a.d. Banja Luka,

³² Isto

9. Unicredit Bank a.d. Banja Luka i
10. Zepter Broker a.d. Banja Luka.

Kastodi banke koje imaju status člana Centralnog registra su:

1. Nova Banka a.d. Banja Luka,
2. Raiffeisen Bank d.d. Sarajevo,
3. Unicredit Bank d.d. Mostar i
4. Sparkasse bank d.d. Sarajevo.

Centralni registar je, u skladu sa odredbama Zakona o tržištu hartija od vrijednosti, dužan da formira garantni fond u cilju obezbjeđenja izvršenja obaveza iz poslova zaključenih na uređenom tržištu. Članovi Centralnog registra su u 2014. godini redovno izvršavali svoje obaveze, kako po osnovu uplata u garantni fond, tako i po osnovu neto dugovanja iz poslova zaključenih na uređenom tržištu, izuzev u jednom slučaju kada kastodi banka iz tehničkih razloga (pad SWIFT sistema) nije izvršila uplatu neto dugovanja u iznosu od 481,12 KM do 9,00 časova trećeg dana od dana trgovanja, te je Centralni registar izvršio plaćanje te obaveze na teret sredstava garantnog fonda i to iz osnovne uplate tog člana (član je izvršio plaćanje predmetne obaveze istog dana u 13,00 časova).

Vrsta	Broj
Emisija po vrsti hartije:	
- Akcije	29
- Obveznice	15
- Trezorski zapisi	10
Emisija po vrsti emitenta:	
- Državna i lokalna administracija	19
- Domaće finansijske organizacije	14
- Privredna društva	21
Emisija akcija po vrsti promjene na kapitalu:	
- Prva emisija	2
- Emisije po osnovu smanjenja kapitala	9
- Emisije po osnovu povećanja kapitala	18

Tabela 23. Struktura registrovanih hartija po vrsti hartije, vrsti emitenta i vrsti promjena na kapitalu u 2014. godini³³

Vrsta posla	Broj
Nasleđivanje	1.394
Ugovor o poklonu	11
Ugovor o kupoprodaji	57
Odluka suda i drugih nadležnih organa	264
Preuzimanje	125
Prenos na otkupioaca	1.304
Ostalo	49

Tabela 24. Struktura prenosa po osnovu poslova van berze po vrsti posla u 2014. godini³⁴

³³ Izvor: Registar emitenata hartija od vrijednosti i Izvještaj o radu Centralnog registra hartija od vrijednosti Republike Srpske za 2014. godinu

Vrsta zahtjeva i naloga	Pozitivno riješeni
Otvaranje vlasničkih računa	274
Korekcija podataka o vlasnicima	3.840
Spajanje računa usljed korekcije podataka	789
Izdavanje izvještaja za emitente	571
Izdavanje knjige akcionara	410
Izdavanje potvrda (stanje hov, novčana sredstva, prenosi, založna prava i dr.)	1.610
Izdavanje izvoda o stanju na računu	1.093
Upis založnih prava	116
Upis promjene kod založnog prava	16
Brisanje založnih prava	72
Prinudna prodaja založenih hartija od strane Centralnog registra	10
Upis zabrane raspolaganja	91
Brisanje zabrane raspolaganja	16
Upis zabrane prava glasa	15
Prijem u članstvo	1
Isključenje iz članstva	2
Prestanak članstva	1
Broj postupaka preuzimanja	15
Broj postupaka otkupioća	7

Tabela 25. Struktura i broj pozitivno riješenih naloga i zahtjeva u 2014. godini³⁵

OPIS	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Emitenti	30	24	25	52	4	2
Vlasnički računi	8.353	4.347	1.958		5.023	2.812
Registrovane hartije:	25	13	18	6	4	2
- akcije	13	16	24	14	9	25
- obveznice/trezorski zapisi	-	-	-	4	6	
Broj emitovanih novih hartija	562.531.006	173.942.619	999.706.733		130.905.736	86.731.088
Nominalna vrijednost novih hartija u KM	688.883.000	201.120.698	4.137.763.556		434.124.421	358.877.768,5
Emisija po osnovu povećanja kapitala	24	26	30	12	17	18
Emisija po osnovu smanjenja kapitala	3	9	15	10	5	9
Emisija po ostalim osnovama		2	2		1	
Preuzimanja	29	26	35		26	15
Upis založnih prava	163	164	173		118	116
Brisanje založnih prava	186	93	63		92	72
Prodaja založenih hartija od strane CR	28	26	19		2	10
Upis zabrane raspolaganja	286	247	250		361	91
Brisanje zabrana raspolaganja	26	473	177		220	16

Tabela 26. Pregled broja hartija, otvorenih računa i korporativnih radnji u periodu od 2009. do 2014. godine

Pravilnik o obračunu, poravnanju i prenosu hartija od vrijednosti („Službeni glasnik Republike Srpske“, broj 108/14) stupa na snagu 01. januara 2015. godine. Prema odredbama ovog pravilnika, Centralni registar vrši prenos hartija od vrijednosti i novca po principu „isporuka po plaćanju“ (eng. delivery versus payment - DVP) na dan T+2, osim u

³⁴ Isto

³⁵ Isto

vanrednim situacijama u skladu sa odredbama ovog pravilnika. Ovim je skraćen period prenosa hartija od vrijednosti i novca po osnovu poslova zaključenih na berzi po obavljenoj transakciji hartijama od vrijednosti sa tri na dva dana.

Opis	2013.	2014.	Indeks (%)
Broj transakcija	30.464	22.693	74
Vrijednost saldiranog prometa	154.842.777	223.871.697	145

Tabela 27. Podaci o saldiranom prometu u 2013. i 2014. godini³⁶

Vrijednost saldiranog prometa u 2014. godini je za 45% veća od vrijednosti saldiranog prometa u prethodnoj godini. Pored povećanja ukupnog prometa, broj saldiranih transakcija je za 26% manji u odnosu na prethodnu godinu.

Opis	2013.	2014.	Indeks (%)
Broj saldiranih transakcija	30.445	22.613	74
Prosječan broj dnevno saldiranih transakcija	123	91	74
Vrijednost saldiranog redovnog prometa	120.726.865	181.582.049	150
Prosječna dnevna vrijednost saldiranog redovnog prometa	488.773	732.186	150

Tabela 28. Vrijednost saldiranog redovnog prometa u 2013. i 2014. godini

Vrijednost saldiranog redovnog prometa u 2014. godini iznosila je 181.582.049 KM što predstavlja povećanje od 50% u odnosu na 2013. godinu. Prosječna dnevna vrijednost saldiranog redovnog prometa iznosila je cca 732.000 KM. Ukupno je saldirano 22.613 transakcija, što je manje za 26% u odnosu na prethodnu godinu.

Opis	Vrsta hartije od vrijednosti		
	Akcija	Obveznica	Ukupno
Vrijednost saldiranog prometa	87.012.457	94.569.592	181.582.049
% od vrijednosti saldiranog redovnog prometa	48%	52%	100%
Indeks (2014 / 2013)	204	121	150
Broj saldiranih hartija od vrijednosti	84.115.708	85.183.538	169.299.246
% od ukupnog broja saldiranih hov	50%	50%	100%
Indeks (2014 / 2013)	100	77	87
Broj saldiranih transakcija	11.635	10.978	22.613
% od ukupnog broja saldiranih transakcija	51%	49%	100%
Indeks (2014 / 2013)	72	77	74

Tabela 29. Redovna trgovine u 2014. godini, po vrstama hartija od vrijednosti³⁷

Iz prethodne tabele vidimo da je promet obveznicama u 2014. godini veći od prometa akcijama (52:48%). U odnosu na 2013. godinu vrijednost prometa obveznicama povećana je za 21%, dok je vrijednost prometa akcijama povećana za 104%. Broj saldiranih transakcija obveznicama je u 2014. godini smanjen za 23%, a akcijama je ostao na istom nivou u odnosu na broj saldiranih transakcija u prethodnoj godini.

Tržišta u razvoju kao što je tržište kapitala Republike Srpske u velikoj mjeri zavise od stranih investitora, koji su u momentu početka krize povukli značajna sredstva.

³⁶ Isto

³⁷ Isto

Mjesec	Ukupna vrijednost prometa	Prodaja		Kupovina	
		Iznos	%	Iznos	%
Januar	8.450.026	3.110.282	36,81%	3.064.839	36,27%
Februar	14.196.695	2.705.370	19,06%	5.084.299	35,81%
Mart	6.244.213	1.260.645	20,19%	385.058	6,17%
April	6.188.298	1.916.137	30,96%	1.997.792	32,28%
Maj	3.585.288	375.588	10,48%	331.447	9,24%
Jun	10.055.780	2.271.112	22,59%	2.348.732	23,36%
Jul	6.292.771	1.010.677	16,06%	1.294.683	20,57%
Avgust	40.960.665	5.763.895	14,07%	11.242.803	27,45%
Septembar	42.566.333	726.647	1,71%	33.184.069	77,96%
Oktobar	21.263.337	3.013.931	14,17%	3.795.906	17,85%
Novembar	14.032.958	4.833.280	34,44%	2.391.472	17,04%
Decembar	50.035.333	6.629.996	13,25%	3.167.901	6,33%
UKUPNO	223.871.697	33.617.559	15,02%	68.289.001	30,50%

Tabela 30. Učešće nerezidenata u ukupnom prometu u 2014. godini³⁸

Na osnovu podataka iz prethodne tabele vidljivo je da je učešće nerezidenata u ukupnom prometu u 2014. godini manje u odnosu na prethodne godine kada je učešće kupovina u ukupnom prometu dostizalo procenat od preko 60%. S druge strane, učešće nerezidenata u kupovnom prometu u 2014. godini poraslo je na 30,5%, što predstavlja porast u odnosu na prethodnu godinu, kada je iznosilo 23,65%.

4.3. Izvještavanje i objavljivanju informacija od strane emitenata

Pravilnikom o izvještavanju i objavljivanju informacija od strane emitenata hartija od vrijednosti koje su predmet javne prodaje („Službeni glasnik Republike Srpske“, broj 60/12, 111/12, 117/12 i 50/14), detaljno je regulisan način izvršavanja obaveza akcionarskih društava i emitenata čije su hartije od vrijednosti predmet javne ponude.

Zakonske obaveze u pogledu izvještavanja investicione javnosti, kao i druge obaveze koje proističu iz pravne forme otvorenih akcionarskih društava, odvojeno su definisane za emitente sa službenog berzanskog tržišta i za emitente sa slobodnog tržišta.

Emitenti čije su hartije od vrijednosti uvrštene na službeno berzansko tržište, obavezni su da prema članu 284. Zakona, objavljuju:

- a) godišnje (uključujući i konsolidovane), polugodišnje i tromjesečne finansijske izvještaje,
- b) revizorske izvještaje,
- v) izvještaje o značajnim događajima i radnjama koje utiču na poslovanje emitenta,
- g) poseban izvještaj revizora u skladu sa zahtjevima Komisije,

dok su emitenti čijim se hartijama od vrijednosti trguje na slobodnom tržištu, prema članu 285. Zakona, obavezni da objavljuju:

- a) godišnje finansijske izvještaje,
- b) revizorske izvještaje ako su dužni da vrše reviziju u skladu sa propisima Komisije
- i
- v) izvještaje o značajnim događajima i radnjama koje utiču na poslovanje emitenta.

³⁸ Prikazane vrijednosti prodaja/kupovina odnose se na vrijednosti saldiranih transakcija.

S obzirom da Banjalučka berza i Agencija za posredničke i informatičke usluge (APIF), u toku izvještajnog perioda, nisu uspjeli da postignu dogovor o postupanju po članu 285. stav 4. Zakona o tržištu hartija od vrijednosti, kojim je propisano da je: *berza i drugo uređeno javno tržište ovlašćeno da finansijske izvještaje iz člana 285. zakona, kao i izvještaje iz stava 1. tog člana preuzima od institucije koja je zakonom određena za prikupljanje i obradu finansijskih izvještaja i dužna su da ih javno objavljuju*, prekinuta je dosadašnja praksa, prema kojoj je objavljivanje godišnjih i polugodišnjih izvještaje Banjalučka berza preuzimala uz naknadu od Agencije za posredničke i informatičke usluge, te je iste objavljivala u ime emitenata.

Ovakva situacija je u znatnoj mjeri smanjila broj izvještaja koji se objavljuju posredstvom Banjalučke berze.

Tako, za izvještajni period 2013. godine, Banjalučka berza je preuzela od APIF i objavila 555 finansijskih izvještaja za 2012. godinu, dok je u tekućem izvještajnom periodu broj objavljenih finansijskih izvještaja 314, odnosno manji je za 43%. Navedena obaveza ostaje locirana na emitentima čiji će troškovi dostavljanja finansijskih izvještaja neminovno porasti, a pored toga, problem je i u tome što će se finansijski izvještaji objavljivati prije nego što je urađena formalna i materijalna kontrola u ovlašćenoj instituciji (APIF), čime se dodatno umanjuje njihova upotrebna vrijednost.

U 2014. godini Banjalučka berza je samostalno i prema zahtjevima emitenata objavila 1.652 korporativne novosti, uglavnom saziva za skupštinu akcionara, prijedloga odluka i odluka skupštine akcionara, obavještenja o sticanju akcija, javnih ponuda za preuzimanje, mišljenja o ponudi za preuzimanje i drugih značajnih događaja. Dio tih informacija preuziman je iz dnevnih novina, dok su ostale informacije dobijene od emitenata. Ukupan broj objava na jedinstvenom portalu tržišta kapitala u izvještajnom periodu je iznosio 3.021, odnosno u prosjeku svaki radni dan objavljivano je oko 12 objava. U gore navedene objave nisu uključene kursne liste, statistički i drugi izvještaji Banjalučke berze u vezi sa trgovanjem.

U izvještajnom periodu objavljena su 303 revizorska izvještaja, dva mišljenja revizora, jedno mišljenje upravnog i jedno mišljenje nadzornog odbora u vezi sa finansijskim izvještajima, dva mišljenja upravnog odbora i jedno mišljenje odbora za reviziju o finansijskom izvještaju emitenata čije su akcije uvrštene na službeno berzansko tržište i slobodno tržište, 38 nerevidiranih godišnjih finansijskih izvještaja za 2013. godinu za preduzeća na službenom berzanskom tržištu, 314 nerevidiranih finansijskih izvještaja za 2013. godinu preduzeća čije su akcije uvrštene na slobodno tržište, 14 finansijskih izvještaja za 2013. godinu i 154 mjesečnih izvještaja zatvorenih investicionih fondova koji su preuzeti od njihovih depozitara, te tri godišnja finansijska izvještaja za 2013. godinu društva za upravljanje investicionim fondom.

Emitentima je omogućeno da finansijske, revizorske i izvještaje o značajnim događajima dostavljaju elektronskim sredstvima komunikacije, a koje Banjalučka berza besplatno objavljuje u okviru informacionog portala institucija tržišta kapitala (Komisije za hartije od vrijednosti, Banjalučke berze i Centralnog registra hartija od vrijednosti).

Veći dio preostalih obaveza za emitenta, realizuju i same institucije tržišta kapitala u ime emitenata, pa se većina navedenih izvještaja i podataka u tim izvještajima preuzimaju iz registra emitenata hartija od vrijednosti koji vodi Komisija (opšti podaci o emitentima, podaci o upravi i odborima, podaci o povezanim pravnim licima i podaci o emisiji hartija od vrijednosti, različite vrste rješenja itd.) i Centralnog registra hartija od vrijednosti (podaci o vlasnicima i vlasničkoj strukturi). Na ovaj način, tržištu je omogućena veća

efikasnost pri disperziji informacija, koje su jednostavno i besplatno dostupne svim zainteresovanim stranama, praktično bez troškova za emitente.

Dio navedenih informacija, koje su predmet javne objave, poput onih iz finansijskih izvještaja i prometu emitovanih hartija na Banjalučkoj berzi su raspoložive i na engleskom jeziku.

Iako se može konstatovati da informacioni portal tržišta kapitala u Republici Srpskoj raspolaže sa znatnim brojem relevantnih informacija o emitentima i dalje postoji potreba da privredni subjekti koji su na tržište kapitala dospjeli posredstvom privatizacionih procesa ostvare veći kredibilitet sa stanovišta poštovanja standarda pri upravljanju akcionarskim društvima. Naime, legitimitet njihovog pojavljivanja na tržištu hartija od vrijednosti sa zahtjevom za prikupljanje novčanih sredstava prodajom hartija od vrijednosti veoma je podložan mogućnostima investitora da dobiju relevantne informacije ali i efikasnu zaštitu sopstvenih interesa.

Analizom efekata prekršajnih postupaka pokrenutih u ranijem periodu u segmentu koji se odnosi na neobjavljivanje revizorskih izvještaja, kod manjeg broja emitenata je ostvarena specijalna prevencija prekršajne sankcije jer su počeli da izvršavaju svoje zakonske obaveze. Ipak, veći broj emitenata ponavlja prekršaje neobjavljivanjem revizorskih izvještaja, uglavnom zbog jednog ili više sljedećih razloga: lošeg finansijskog stanja i blokiranih računa, koji onemogućavaju plaćanje revizorskih usluga, plaćanje obaveza Centralnom registru za vođenje knjige akcionara (što onemogućava održavanje skupštine akcionara); samo „formalnog postojanja“ društva, koje nema imovine (npr. prodata u postupku prinudne naplate), ili nema ni odgovornih lica (npr. direktor penzionisan, a nije imenovan novi) itd.; ali u nekim slučajevima i zbog uticaja većinskog/kontrolnog akcionara, koji ne želi da angažuje revizora i ne želi da objavljuje informacije o finansijskom položaju i rezultatima preduzeća.

Takođe, treba naglasiti da je prema Zakonu o privrednim društvima za angažovanje eksternog revizora nadležna skupština akcionara, gdje većinski akcionar (pojedinačno ili posredstvom povezanih lica) ima kontrolni uticaj, dok je odgovornost za neobjavljivanje revizorskih izvještaja na emitentu i odgovornom licu emitenta.

Na osnovu analize svih efekata pokrenutih prekršajnih postupaka, Komisija je u toku 2014. godine donijela zaključak da izmijeni Pravilnik o izvještavanju i objavljivanju informacija od strane emitenata hartija od vrijednosti koje su predmet javne ponude³⁹, u dijelu koji se odnosi na definisanje kriterijuma za oslobađanje pojedinih emitenata od obaveze objavljivanja revizorskih izvještaja.

Na ovaj način bila bi promijenjena i praksa postupanja Komisije u ovakvim postupcima: emitenti koji nemaju objavljen revizorski izvještaj biće suspendovani sa trgovanja, čime bi se eventualna prekršajna sankcija zamijenila nemogućnošću prometovanja određenom hartijom od vrijednosti. Komisija smatra da bi se na ovaj način postigli bolji efekti u vezi sa stimulisanjem emitenata da rade i objavljuju revizorske izvještaje, te naročito naglasila odgovornost emitenta i većinskog/većinskih vlasnika za zakonitost rada u dijelu koji se odnosi na izvještavanje investicione javnosti. Naime, ukoliko se prihvati teza da je smisao eksterne (nezavisne) revizije zaštita interesa investitora, davanjem kredibiliteta finansijskim izvještajima, za čije sastavljanje je

³⁹ Pravilnik o izmjenama pravilnika o izvještavanju i objavljivanju informacija od strane emitenata hartija od vrijednosti koje su predmet javne ponude („Službeni glasnik Republike Srpske“, broj 50/14, stupio na snagu 20.06.2014. godine).

odgovorna uprava društva, da bi se imala pouzdana slika o prinosnom, imovinskom i finansijskom položaju preduzeća, prekršajnim sankcionisanjem emitenta nije postignut cilj zaštite investitora, nego se plaćanjem novčanih kazni još više finansijski opterećuje akcionarsko društvo, dok investitori i dalje ostaju uskraćeni za navedenu informaciju, što dalje stvara mogućnost i za zloupotrebe u trgovanju na bazi neobjavljenih, a samim tim i povlašćenih informacija o emitentu.

Puni smisao zaštite interesa investitora može se postići obustavljanjem trgovanja akcijama emitenta koji ne objavljuju finansijske i revizorske izvještaje, zbog čega su i ukinuti kriterijumi koji daju mogućnost oslobođanja od obaveze sastavljanja i objavljivanja revizorskih izvještaja. U pomenutom smislu, u obzir je uzeto i mišljenje Ministarstva finansija – Savjet za računovodstvo i reviziju (od dana 04.02.2013), kojim je preporučeno da se odredbe Pravilnika usklade sa Zakonom o računovodstvu i reviziji, te Zakonom o privrednim društvima, prema kojem **sva društva čijim se hartijama od vrijednosti trguje javno posredstvom berze ili drugog uređenog tržišta, treba da rade reviziju finansijskih izvještaja.**

4.4. Preuzimanje akcionarskih društava

Postupak preuzimanja otvorenih akcionarskih društava obavlja se u skladu sa Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava („Službeni glasnik Republike Srpske“, broj 65/08, 92/09 i 59/13), čije odredbe omogućavaju manjinskim, ali i drugim akcionarima da, u postupku preuzimanja društva po unaprijed utvrđenim uslovima prodaju akcije emitentata u kojima nemaju znatnijeg uticaja na upravljanje ili drugih interesa. Važnost ovog zakona na nelikvidnim tržištima, poput našeg, ima poseban značaj, s obzirom da je broj zainteresovanih investitora za pojedinačne emitente relativno mali.

Otvorena akcionarska društva (uz jedan izuzetak) su sadašnji pravni status stekla u procesu privatizacije. Relativno velika disperzija vlasništva, uzrokovana masovnom vaučerskom privatizacijom, čak i u malim preduzećima (posmatrano iz aspekta veličine kapitala) uzrokovala je veći broj preuzimanja u ranijim izvještajnim periodima. Ipak, u posljednje dvije godine primjetan je očekivani trend smanjenja ovih postupaka. Tako, u toku 2013. godine postupak preuzimanja je okončan u dvadeset i sedam slučajeva (znatno manje u odnosu na prethodnu 2012. godinu, kada je okončan četrdeset i jedan postupak preuzimanje), a u toku ovog izvještajnog perioda postupak preuzimanja je okončan u jedanaest slučajeva.

Činjenica je da je veći broj perspektivnih preduzeća bio predmetom preuzimanja u prethodnom periodu, te da su u značajnoj mjeri iskorišćene mogućnosti da se promijeni pravna forma te izvrši delistiranje uzrokovala je znatno manji broj preuzimanja u odnosu na ranije izvještajne periode.

R. br.	Akcionarsko društvo (emitent)	Osnovni kapital emitenta (KM)	Ponudilac i lice/lica koja s ponudiocem zajednički djeluju	Cijena u postupku preuzimanja (KM)	Procenat akcija s pravom glasa u vlasništvu ponudioca	
					prije preuzimanja	nakon preuzimanja
Ponudilac stekao preko 75% vlasništva emitenta						
11.	KP Toplana a.d. Gradiška	2.133.498	Opština Gradiška	0,01 KM	75,0003%	80,0003%
12.	Unicep trade a.d. Banja Luka	988.954	Max Nova d.o.o. Banja Luka	0,257 KM	77,8357%	77,8357%
13.	Krajina borac a.d. Banja Luka (III)	53.371	Zoran Milaković	6,01 KM	93,7157%	99,2955%
14.	Čajavec a.d. Banja Luka (II)	298.243	Radovan Klincov	2,53 KM	85,5960%	95,5644%
55.	Herc gradnja a.d. Bileća	357.916	Market 99 d.o.o. Trebinje	2,34 KM	98,0523%	98,4949%
66.	Čajavec – servis i promet a.d. Banja Luka	1.945.000	Dragan Bojić	0,45 KM	64,4241%	97,1442%
77.	GP Jedinstvo a.d. Gradiška	2.892.224	Integral inženjering a.d. Laktaši	1,2947 KM	90,7778%	92,3314%
Ponudilac stekao manje od 75 % vlasništva emitenta						
11.	Sanatron a.d. Novi Grad	1.094.635	Milan Tomičić	0,01 KM	52,2598%	52,8683%
12.	FOP a.d. Lopare	5.792.886	IGMIN-MM d.o.o. Modriča	0,09 KM	59,6709%	70,5228%
Ponudilac i lica koja zajednički djeluju s ponudiocem stekli više od 75 % vlasništva emitenta						
1.	Banjalučka pivara a.d. Banja Luka	20.775.188	Altima Global Special Situations Fund LTD	1,00 KM	88,4707%	89,8136%
			Altima UK Value Investments Limited		0%	0%
2.	Bonel a.d. Banja Luka	6.347.534	Dragan Milanović	0,30 KM	21,6206%	22,3088%
			Draženko Gloginjić		17,7493%	18,4375%
			Lazo Bajić		24,6301%	25,3183%
			Željko Čubić		21,6510%	22,3392%
			Mladen Milanović		0%	0%

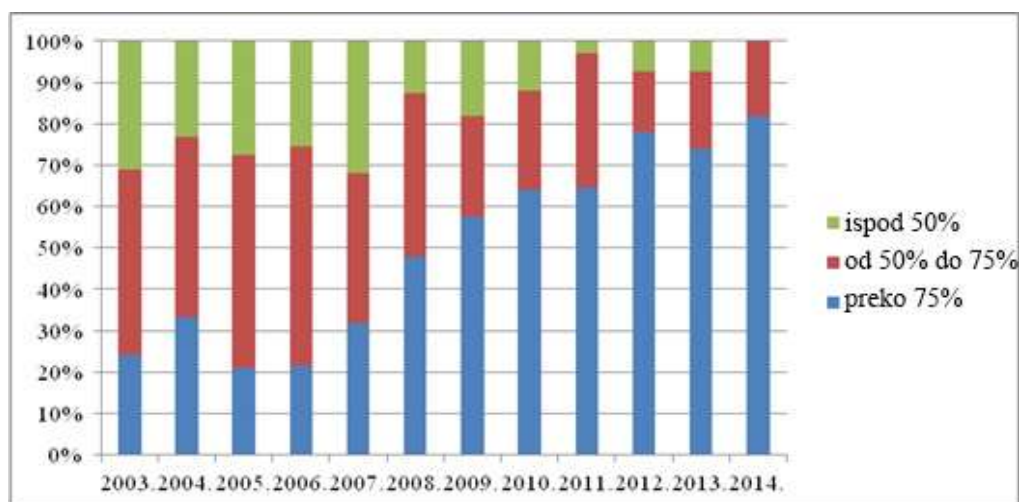
Tabela 31. Pregled završenih postupaka preuzimanja akcionarskih društava u toku perioda u toku 2014. godine

Okončanih ponuda u kojima se desilo da su ponudilac i lica koja njim zajednički djeluju a stekli su manje od 75 % vlasništva emitenta nije bilo.

U narednom pregledu data je struktura rezultata preuzimanja po godinama:

Period	preko 75%	od 50% do 75%	ispod 50%	ukupno
2003.	7	13	9	29
2004.	13	17	9	39
2005.	13	32	17	62
2006.	11	27	13	51
2007.	15	17	15	47
2008.	23	19	6	48
2009.	19	8	6	33
2010.	16	6	3	25
2011.	22	11	1	34
2012.	32	6	3	41
2013.	20	5	2	27
2014.	9	2	-	11

Tabela 32. Uporedni pregled rezultata preuzimanja u periodu 2003. – 2014. godine



Slika 19. Procentualna struktura postupaka preuzimanja akcionarskih društava u toku perioda 01.01. – 2014. godine

Podaci za ukupan broj preuzimanja po rezultatima postupaka nisu relevantni, s obzirom da je postupak za pojedina akcionarska društva provoden dva, tri ili čak četiri puta. Bez obzira na različitost ključnih motiva za sticanje većinskog učešća u vlasničkoj strukturi, nema dokaza da je koncentracija vlasništva doprinijela i prijeko potrebnom finansijskom restrukturiranju i efikasnijem upravljanju preduzećima, već je naprotiv osnovna djelatnost ugašena a nekretnine i oprema promijenile prvobitnu namjenu.

4.5. Promjena oblika akcionarskog društva i promjena pravne forme

Zakonom o privrednim društvima uređena je mogućnost promjene oblika akcionarskog društva (odredbom člana 189.), kao i mogućnost promjene pravne forme akcionarskog društva (odredbe članova 421. – 425.). Na osnovu ovlašćenja iz člana 421. tog zakona, Komisija je dodatno uredila ovu oblast donošenjem Pravilnika o uslovima i postupku pretvaranja zatvorenog akcionarskog društva u otvoreno, odnosno otvorenog akcionarskog društva u zatvoreno i promjeni pravne forme akcionarskog društva („Službeni glasnik Republike Srpske“, broj 59/10, 60/12 i 117/12).

U toku izvještajnog perioda, Komisija je u dvanaest slučajeva upisala promjenu pravne forme akcionarskog društva u društvo sa ograničenom odgovornošću, te u dva slučaja promjenu forme akcionarskog društva (otvorenog u zatvoreno akcionarsko društvo) čime je nastavljen očekivani trend zatvaranja akcionarskih društava i njihovo delistiranje sa Banjalučke berze.

U periodu važenja aktuelnog Zakona o privrednim društvima, od kada je čitav proces i započeo, pravnu formu otvorenog akcionarskog društva u društvo sa ograničenom odgovornošću promijenilo je ukupno 52 društava, dok je pet društava promijenilo oblik organizovanja – iz otvorenog u zatvoreno akcionarsko društvo.

Godine	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Promjene oblika akcionarskog društva - iz otvorenog u zatvoreno	0	0	3	0	2
Promjene pravne forme – iz akcionarskog društva u društvo sa ograničenom odgovornošću	1	3	11	25	12

Tabela 33. Broj postupaka promjene oblika akcionarskog društva i promjena pravne forme iz akcionarskog društva u društvo sa ograničenom odgovornošću

Uređivanjem ove oblasti, aktuelnim Zakonom o privrednim društvima stvoreni su preduslovi za otvorena akcionarska društva koja nemaju interes, niti uslove za ovakvu pravnu formu, da mogu da promijene formu, odnosno pravni status, te da se isključe iz berzanskog sistema trgovanja.

4.6. Rezultati poslovanja emitenata hartija od vrijednosti

Prema podacima koji su pripremljeni na bazi finansijskih izvještaja za 2014. godinu⁴⁰, objavljenih na portalu tržišta kapitala Republike Srpske, na tržištu hartija od vrijednosti na dan 30.04.2015. godine bilo je listirano ukupno 622 akcionarska društva⁴¹. Do dana pripreme ovog izvještaja (30.04.2015. godine), svega 206 (33,12%) akcionarskih društava dostavilo je svoje finansijske izvještaje i isti su objavljeni na portalu tržišta kapitala Republike Srpske. U 98 slučajeva otvoren je stečajni postupak.

Na bazi analize tih izvještaja, konstatovano je da 85 privrednih društava imaju negativan finansijski rezultat (41,26%), dok 121 privredno društvo ima pozitivan finansijski rezultat (58,74%). Prosječna stopa prinosa na osnovni kapital za 121 emitenta, koji su imali pozitivan finansijski rezultat je 9,10%. Ipak, većina analiziranih preduzeća sa pozitivnim finansijskim rezultatima nema ni približno zadovoljavajuće stope profitabilnosti:

⁴⁰ Prema raspoloživim podacima sa portala tržišta kapitala Republike Srpske: www.blberza.com

⁴¹ Predmet analize su emitenti (privredna društva) vlasničkih hartija od vrijednosti, među kojima je i 14 društava iz Brčkog.

Procenti profitabilnosti (odnos neto rezultata i osnovnog kapitala)	Broj preduzeća u okviru datog opsega	Učešće u datom opsegu
0-1%	56	46,28%
1-2%	15	12,40%
2-3%	6	4,96%
3-4%	6	4,96%
4-5%	7	5,79%
5-6%	5	4,13%
6-7%	1	0,83%
7-8%	3	2,48%
8-9%	1	0,83%
9-10%	1	0,83%
preko10%	20	16,53%
Ukupno	121	100,00%

Tabela 34. Rezultati poslovanja akcionarskih društava čijim se akcijama trguje na Banjalučkoj berzi

Navedeni podaci upućuju na to da stopu profitabilnosti do 5% ima 90 preduzeća (74,38%), što je za ulagače apsolutno obeshrabrujuće, dok samo 20 akcionarskih društava ima prihvatljivu stopu profitabilnosti (s obzirom na karakter tržišta) od preko 10%.

Ukupni gubici pravnih lica koja su poslovala sa gubitkom iznose 138.314.224 KM, a ukupni dobiti pravnih lica koja su pozitivno poslovala iznose 167.887.107 KM, od čega je samo dobiti Telekoma iznosila 106.495.400 KM (63,43%). Pokazatelji profitabilnosti su dodatno loše okarakterisani činjenicom da je samo sedam emitenata isplatilo dividendu u novcu, u ukupnom iznosu od 57.432.698 KM (od čega Telekom 47.296.468 KM, odnosno 82,35%), te činjenicom da su još samo dva emitenta isplaćivala dividendu u akcijama, u ukupnom iznosu od 9.650.362 KM⁴².

U 315 slučajeva, emitenti imaju većinskog vlasnika, kontrolnog akcionara sa preko 50% učešća u vlasništvu.

Navedene činjenice jasno se odražavaju na obim trgovanja, što je vidljivo iz pokazatelja o broju dana trgovanja u toku 2014. godine. Tako, od 622 emitenta čije su hartije listirane na berzi, nije se trgovalo akcijama 485 emitenata (oko 78%), a akcijama 26 emitenata trgovalo se samo 1 dan u okviru 2014. godine. Kod samo šest akcionarskih društava akcije su imale sedmičnu likvidnost, a akcije samo jednog akcionarskog društva imaju dnevnu likvidnost.

⁴² U toku 2013. godine, četrnaest emitenata je isplatilo dividendu u ukupnom iznosu od 141.269.924 KM.

IV INVESTICIONI FONDOVI

Donošenjem i primjenom Zakona o investicionim fondovima i podzakonskih akata regulisano je kolektivno investiranje i upravljanje sredstvima, ne samo institucija već i fizičkih lica. Iskustva razvijenih tržišta kapitala pokazuju da investicioni fondovi, kao alternativni oblik ulaganja u odnosu na klasičnu štednju u bankama, postaju sve značajniji učesnici na tržištu i mehanizam za prikupljanje i plasiranje viškova kapitala koji postoje u zemlji. Na ovaj način prikupljen kapital, neophodan sektoru privrede, trebao bi biti jeftiniji i lakše dostupan. U poređenju sa realnom situacijom, kada su jedina sredstva za razvoj privrednih subjekata kreditna sredstva ili reinvestiranje profita kompanija, hartije od vrednosti mogu postati značajan alternativni izvor finansiranja kao što je to u drugim ekonomijama.

Investicioni fondovi omogućavaju vlasnicima da višak sredstava plasiraju na tržište kapitala, što ne podrazumijeva posebno specijalističko znanje o investiranju i napor u analiziranju investicionih mogućnosti, kao prethodnih aktivnosti koje se inače provode u donošenju investicionih odluka. Investicioni fondovi trebaju biti profesionalno osposobljeni da pronađu prinodne, tržišno atraktivne i kvalitetne hartije (i uopšte investicije) kojima će trgovati, obezbjeđujući svojim ulagačima dobit. Uslov je da postoje dovoljno kvalitetne i kapitalno značajne kompanije u koje se može ulagati. Bez dobre i kvalitetne ponude hartija od vrijednosti na tržištu kapitala normativno-pravni okvir kojim je omogućeno osnivanje fondova, ne može sam po sebi doprinijeti značajnijoj afirmaciji ovog segmenta finansijskog tržišta. Investicionim fondovima upravljaju društva za upravljanje investicionim fondovima, donošenjem investicionih odluka i vršenjem administrativnih, marketinških i ostalih aktivnosti. Investicioni fond je institucija kolektivnog investiranja u okviru koje se prikupljaju i ulažu novčana sredstva u različite vrste imovine sa ciljem ostvarenja prihoda i smanjenja rizika ulaganja.

Osnivanje i poslovanje investicionih fondova i društava za upravljanje regulisano je Zakonom o investicionim fondovima ("Službeni glasnik RS" broj 92/06), kao i sa više podzakonskih propisa koje je donijela Komisija.

Zakon o investicionim fondovima sadržajno obuhvata nekoliko cjelina:

- fondove (vrste, karakteristike, osnivanje, ograničenja i dozvoljena ulaganja, upravljanje fondom, utvrđivanje vrijednosti imovine i cijena udjela ili akcija, prospekt, izvještavanje, promocija i oglašavanje, prodaja udjela ili akcija),
- društva za upravljanje (uslovi za osnivanje, licenciranje, poslovanje),
- banke depozitare (osnovna obilježja, uloga i obaveze) i
- ovlaštenja regulatora (nadležnost Komisije za hartije od vrijednosti u pogledu davanja dozvole, vršenja nadzora i preduzimanja mjera nadzora).

Posebno treba naglasiti da su odredbe zakona koje se odnose na uspostavljanje otvorenih investicionih fondova sa javnom ponudom u najvećem dijelu u saglasnosti sa direktivama Evropske unije o društvima za zajednička ulaganja u prenosive hartije od vrijednosti kojima se podrazumijeva ukidanje prekograničnih barijera u poslovanju društava za upravljanje (uspostavlja se tzv. Single passport).

Zakonom o investicionim fondovima određeno je osnivanje i poslovanje fonda, definisanog kao pravno lice ili posebna imovina. U smislu Zakona fondom se smatra svaki pravni subjekt, društvo ili posebna imovina, bez obzira na pravni oblik, u kojoj se učešće putem akcija, udjela ili kakvog prava – nudi sa ciljem prikupljanja uloga u gotovom novcu te sa izričitom namjerom ulaganja više od 60% tih uloga u portfelj hartija od vrijednosti,

novčanih depozita i svih drugih vrsta imovine, pri čemu investitori nemaju svakodnevni nadzor nad donošenjem odluka o ulaganjima. Bitan cilj, prema Zakonu, je osiguranje povrata na ulaganja, i to bilo u dobiti ili kakvoj drugoj koristi. Zakon je dao mogućnost formiranja fondova kako sa javnom tako i sa privatnom ponudom.

U Republici Srpskoj, zaključno sa 31.12.2014. godine, posluje dvanaest društava za upravljanje investicionim fondovima, koja upravljaju sa četrnaest zatvorenih investicionih fondova i dva otvorena investiciona fonda. Trinaest zatvorenih investicionih fondova su transformisani privatizacioni investicioni fondovi nastali u procesu masovne vaučerske privatizacije u skladu sa Zakonom o privatizacionim investicionim fondovima i društvima za upravljanje privatizacionim fondovima (Službeni glasnik Republike Srpske, br. 24/98, 67/05), dok je ZIF Unioinvest fond a.d. Bijeljina jedini zatvoreni investicioni fond osnovan u skladu sa Zakonom o investicionim fondovima.

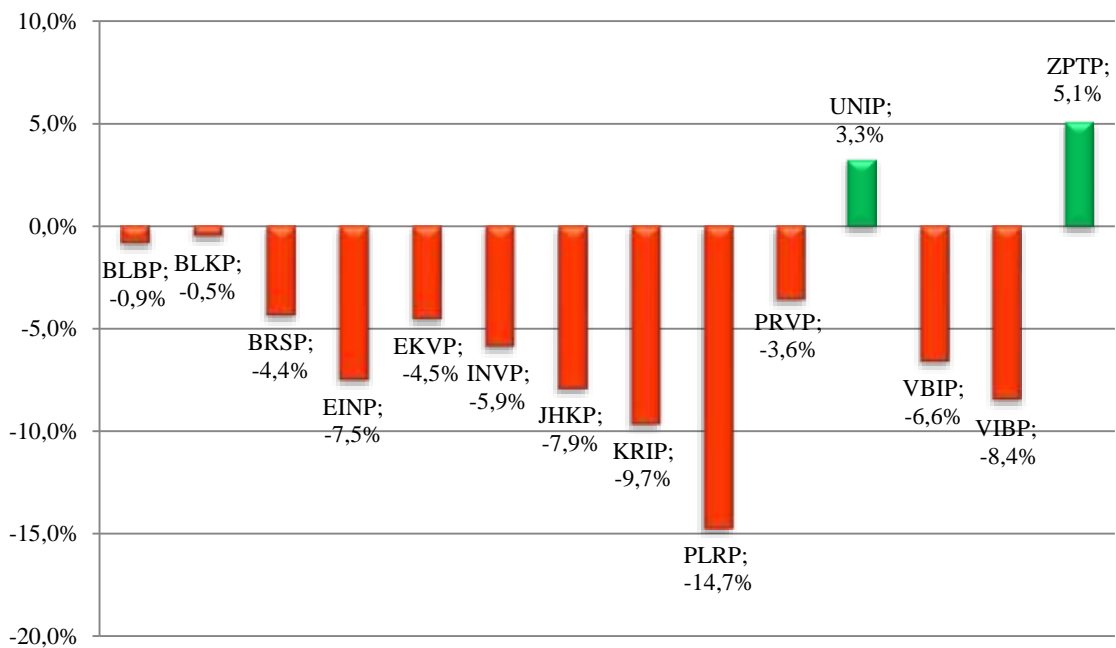
1. Neto vrijednost imovine

Jedan od najvažnijih parametara u poslovanju investicionih fondova jeste neto vrijednost imovine, ukupno, i po akciji, odnosno udjelu. Prema propisima, za izračunavanje neto vrijednosti imovine fonda odgovorno je društvo za upravljanje, s tim da društvo poslove obračuna može prenijeti i na drugo lice, a na osnovu ugovora na koji saglasnost daje Komisija. Banka depozitar investicionog fonda vodi računa da je obračun neto vrijednosti pojedine akcije ili udjela u fondu obavljen u skladu sa propisima.

R. b.	Zatvoreni investicioni fond	Oznaka	Neto vrijednost imovine po akciji u KM					
			31.12. 2010.	31.12. 2011.	31.12. 2012.	31.12. 2013.	31.12. 2014.	Promjena 31.12.2014/ 31.12.2013.
1.	ZIF "BLB-PROFIT" a.d. Banja Luka	BLBP	10,3	9,2	8,4	9,34	9,26	-0,9%
2.	ZIF "BALKAN INVESTMENT FOND" a.d. Banja Luka	BLKP	7,2	7,5	8,1	5,88	5,85	-0,5%
3.	ZIF "BORS INVEST FOND" a.d. Banja Luka	BRSP	9,9	10,3	8,5	6,88	6,58	-4,4%
4.	ZIF "EUROINVESTMENT FOND" a.d. Banja Luka	EINP	22,8	24,6	22,9	20,52	18,98	-7,5%
5.	ZIF "AKTIVA INVEST FOND" a.d. Banja Luka	EKVP	11,7	10,4	10,6	10,05	9,59	-4,5%
6.	ZIF "INVEST NOVA FOND" a.d. Bijeljina	INVP	0,2	0,2	0,2	0,17	0,16	-5,9%
7.	ZIF "JAHORINA KONSEKO INVEST" a.d. Pale	JHKP	6,3	5,3	4,6	4,41	4,06	-7,9%
8.	ZIF "KRISTAL INVEST FOND" a.d. Banja Luka	KRIP	16,1	14,2	13,4	11,19	10,11	-9,7%
9.	ZIF "POLARA INVEST FOND" a.d. Banja Luka	PLRP	18,1	15,6	15,0	14,48	12,35	-14,7%
10.	ZIF "PRIVREDNIK INVEST" a.d. Banja Luka	PRVP	6,2	5,6	5,6	4,42	4,26	-3,6%
11.	ZIF "UNIOINVEST FOND" a.d. Bijeljina	UNIP	0,7	0,6	0,6	0,61	0,63	3,3%
12.	ZIF "VB FOND" a.d. Banja Luka	VBIP	8,8	7,8	6,9	5,48	5,12	-6,6%
13.	ZIF "VAUČERSKO INVESTICIONI BIZNIS FOND" a.d. Banja Luka	VIBP	11,1	9,3	8,4	7,25	6,64	-8,4%
14.	ZIF "ZEPTER FOND" a.d. Banja Luka	ZPTP	13	15,9	16,3	17,10	17,98	5,1%

Tabela 35. Pregled neto vrijednosti imovine zatvorenih investicionih fondova po akciji u KM, za period od 2009. do 31.12.2014. godine

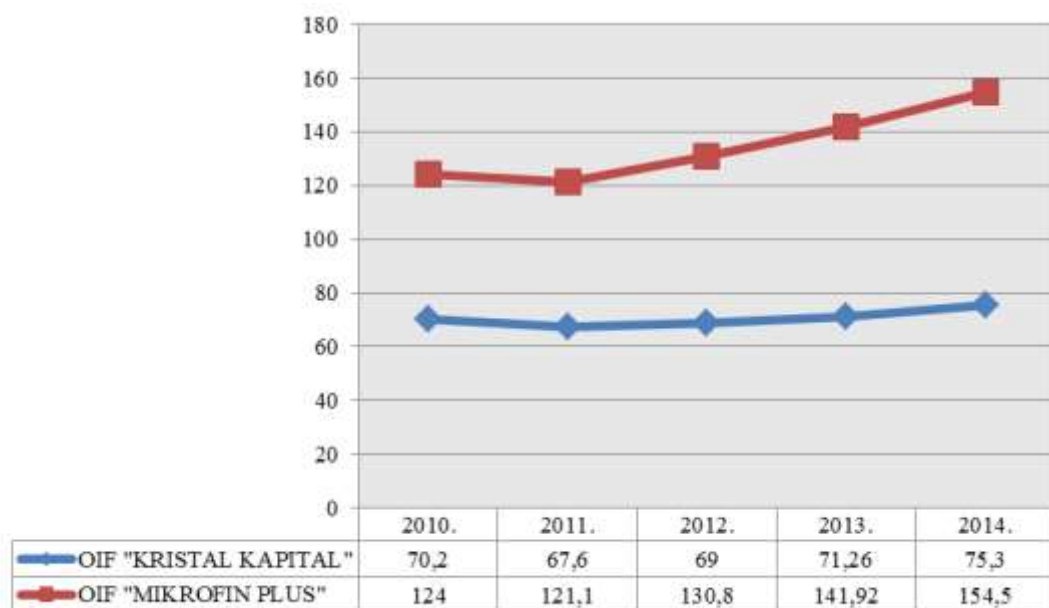
U skladu sa Zakonom o investicionim fondovima i Pravilnikom o utvrđivanju vrijednosti imovine investicionog fonda i obračunu neto vrijednosti imovine po udjelu ili po akciji investicionog fonda, neto imovina investicionih fondova na dan 31.12.2014. godine uglavnom je obračunata na bazi prosječne cijene trgovanja ponderisane količinom hartija od vrijednosti prometovanih na berzi te prijavljenih blok poslova.



Slika 20. Promjena neto vrijednosti imovine zatvorenih investicionih fondova po akciji u period 31.12.2013. – 31.12.2014. godine

Iz prethodne tabele i slike vidljivo je da je neto vrijednost imovine po akciji u 2014. godini u odnosu na prethodnu godinu kod dva zatvorena investiciona fonda porasla dok je kod dvanaest zatvorenih investicionih fondova došlo do smanjenja neto vrijednosti imovine po akciji.

Rast neto vrijednosti imovine u odnosu na 2013. godinu imao je ZIF Yepter fond a.d. Banja Luka (5,1%) i ZIF "Unioinvest fond" a.d. Bijeljina (3,3%), dok su najveći pad vrijednosti u odnosu na prethodnu godinu imali ZIF "Polara invest fond" a.d. Banja Luka (-14,7%) i ZIF "Kristal invest fond" a.d. Banja Luka (-9,7%).



Slika 21. Pregled neto vrijednosti imovine otvorenih investicionih fondova po udjelu u periodu od 2010. - 2014. godine na dan 31.12. (u KM)

Na dan 31.12.2014. godine u otvorenom investicionom fondu "MIKROFIN PLUS" došlo do porasta vrijednosti imovine po udjelu za 8,86% u odnosu na isti dan prethodne godine, dok je imovina po udjelu OIF "KRISTAL KAPITAL" u istom periodu porasla za 5,67%.

2. Naknada za upravljanje

Naknada za upravljanje koju društva za upravljanje naplaćuju od investicionih fondova zasniva se na procentu prosječne godišnje neto vrijednosti imovine investicionih fondova kojim upravljaju.

Prema članu 66. Zakona o investicionim fondovima, naknada društvu za upravljanje imovinom zatvorenih investicionih fondova zasniva se na procentu prosječne godišnje neto vrijednosti imovine fonda i mora se navesti u ugovoru između fonda i društva za upravljanje i u prospektu fonda, a kao godišnji trošak može se odbiti od imovine fonda i obračunava se prilikom svakog obračuna neto vrijednosti imovine fonda. Pored toga, članom 68. stav 1. Zakona propisano je da pokazatelj ukupnih troškova fonda ne može biti veći od 3,5% prosječne godišnje neto vrijednosti imovine fonda.

Fond	Naknada				% naplaćenosti naknade
	2014.		2002-31.12.2014.		
	obračunato	naplaćeno	obračunato	naplaćeno	
BLBP-R-A	406.512	440.555	6.958.400	6.924.427	99,51%
BLKP-R-A	-	-	3.524.278	3.434.245	97,45%
BRSP-R-A	227.870	760.000	5.473.185	5.010.600	91,55%
EINP-R-A	562.075	1.200.000	9.084.242	8.914.149	98,13%
EKVP-R-A	452.710	470.067	5.976.573	5.860.868	98,06%
INVP-R-A	598.901	496.000	10.762.068	8.900.433	82,70%
JHKP-R-A	167.702	73.800	4.097.709	3.945.242	96,28%
KRIP-R-A	896.181	793.365	15.242.809	13.974.104	91,68%
PLRP-R-A	815.932	826.720	9.598.807	9.528.814	99,27%
PRVP-R-A	106.149	106.471	3.261.156	3.252.074	99,72%
UNIP-R-A	6.435	-	171.249	-	0,00%
VBIP-R-A	284.200	273.285	5.315.348	5.234.439	98,48%
VIBP-R-A	476.262	1.161.284	6.973.814	6.742.339	96,68%
ZPTP-R-A	2.770.669	2.750.853	35.087.733	33.051.380	94,20%
Ukupno	7.771.597	9.352.400	121.527.370	114.773.114	88,84%

Tabela 36. Pregled obračunate i naplaćene naknade za upravljanje u 2014. god. i periodu 2002.-31.12.2014. godine

3. Trgovanje akcijama fondova

U skladu sa zakonskim odredbama, akcije zatvorenih investicionih fondova uvrštene su na posebnu kotacionu listu na Banjalučkoj berzi. U narednoj tabeli prikazan je pregled osnovnih elemenata trgovanja akcijama zatvorenih investicionih fondova u 2014. godini.

R.b.	ZIF	Vrijednost prometa u KM	Učešće u prometu	Cijena			Prosj. NVI po akciji	Prosj. cij./ prosj. NVI	Prosj. NVI/ prosj. cij.
				Min.	Maks.	Prosj.			
1.	BLBP	171.997	1,2%	2,83	3,5	3,04	9,26	33%	3,04
2.	BLKP	2.008	0,0%	1,63	1,83	1,69	5,85	29%	3,47
3.	BRSP	403.996	2,8%	1,94	3,6	3,51	6,58	53%	1,88
4.	EINP	1.437.543	10,0%	11,96	16,5	14,96	18,98	79%	1,27
5.	EKVP	437.123	3,0%	2,45	3,5	3,12	9,59	33%	3,07
6.	INVP	1.266.258	8,8%	0,039	0,05	0,044	0,160	27%	3,64
7.	JHKP	70.853	0,5%	1,68	3,28	2,74	4,06	67%	1,48
8.	KRIP	1.776.990	12,3%	4,18	5,5	5,27	10,11	52%	1,92
9.	PLRP	304.338	2,1%	3,8	5,8	4,69	12,35	38%	2,63
10.	PRVP	302.217	2,1%	1,01	1,49	1,34	4,26	31%	3,19
11.	UNIP	17.472	0,1%	0,48	0,599	0,53	0,63	84%	1,19
12.	VBIP	326.315	2,3%	1,36	2,52	1,94	5,12	38%	2,64
13.	VIBP	3.287.440	22,8%	2,35	3,21	3,71	6,64	56%	1,79
14.	ZPTP	4.586.334	31,9%	6,8	8,2	7,87	17,98	44%	2,28
Ukupno		14.390.886	100%						

Tabela 37. Redovno trgovanje akcijama zatvorenih investicionih fondova u periodu od 01.01.2014. do 31.12.2014. godine

Iz tabele je vidljivo da je najveća vrijednost redovnog prometa u 2014. godini ostvarena akcijama ZIF „Zepter Fond“ a.d. Banja Luka i to u iznosu od 4.586.334 KM, što čini 31,9% ukupnog prometa segmenta investicionih fondova.

U posljednjoj koloni prethodne tabele dat je odnos prosječne cijene akcija zatvorenih investicionih fondova i prosječne neto vrijednosti imovine udjela u 2014. godini. Činjenica da je ovaj odnos u svim zatvorenim investicionim fondovima ispod 100% govori da su i u 2014. godini cijene akcija zatvorenih investicionih fondova bile ispod njihove neto vrijednosti imovine po akciji.

Fond	Broj dana trgovanja akcijama ZIF-ova na Banjalučkoj berzi	Trgovanje akcijama fonda (% u odnosu na ukupan broj dana trgovanja)
ZPTP	1.657	83%
KRIP	1.456	73%
INVP	1.103	56%
JHKP	997	50%
EINP	996	50%
BLBP	908	46%
PLRP	860	43%
VBIP	671	34%
BRSP	648	33%
EKVP	625	31%
VIBP	569	29%
BLKP	425	21%
PRIP	313	16%
Prosječno	864	43%

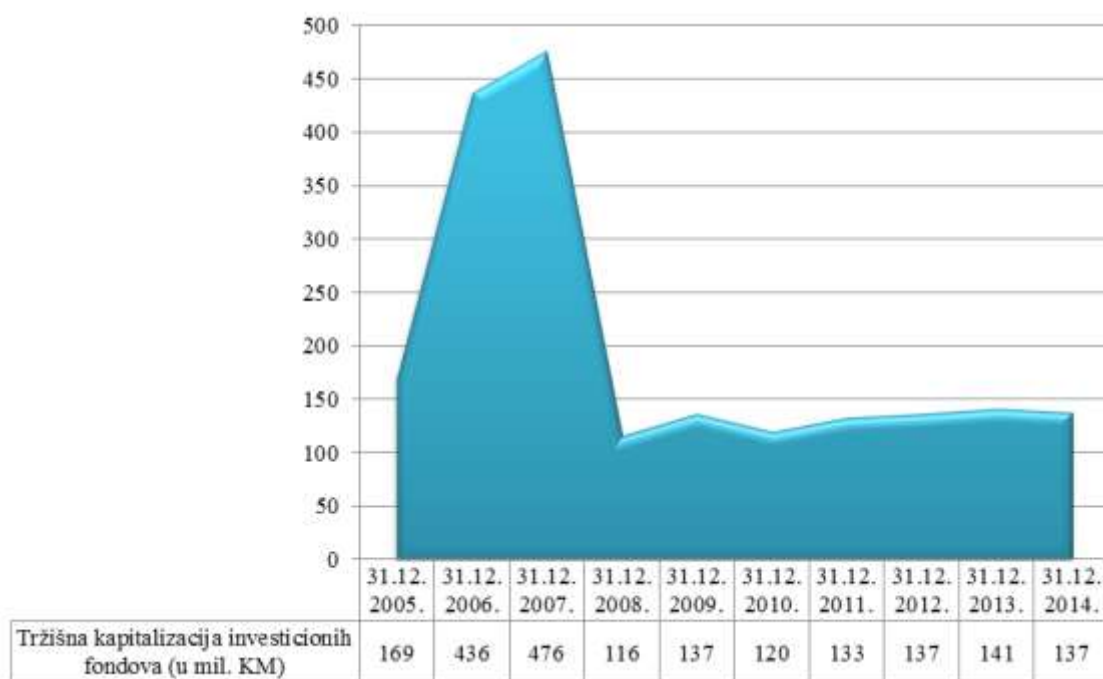
Tabela 38. Učestalost trgovanja – likvidnost akcija ZIF-ova u periodu 2008.-31.12.2014. godine⁴³

⁴³ Ukupan broj radnih dana Banjalučke berze u odabranom intervalu iznosi 1.741.

Iz prethodne tabele vidljivo je da se kod šest ZIF-ova trgovalo akcijama ispod 50% od ukupnog broja dana trgovanja. Izdvajaju se ZIF Zepter fond i ZIF Kristal invest fond, čijim akcijama se trgovalo u 83%, odnosno 73% ukupnog broja dana trgovanja. Pored snažnog pada cijena i prometa akcija svih ZIF-ova, kod više od polovine ZIF-ova akcijama se nije trgovalo ni svaki drugi dan trgovanja. Kod fondova ZIF Privrednik invest i ZIF VIB fond akcijama se trgovalo tek peti, odnosno treći dan trgovanja na Banjalučkoj berzi, što ukazuje na veoma slabu zainteresovanost investitora za kupovinu ovih akcija.

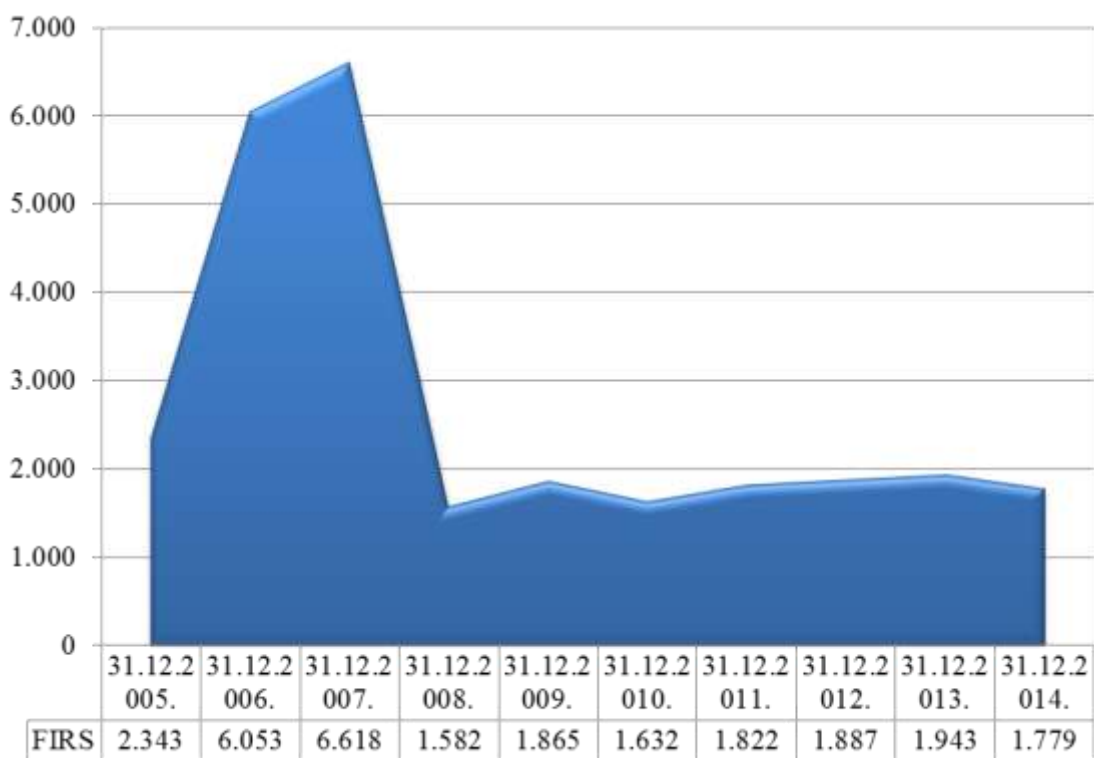
Redovnim trgovanjem akcijama zatvorenih investicionih fondova, kao posebnim segmentom trgovanja na Banjalučkoj berzi ostvaren je promet od 10.447.912 KM, što čini 5,3% redovnog i 1,8% ukupnog prometa ostvarenog na Banjalučkoj berzi.

Ukupna tržišna kapitalizacija fondova na dan 31.12.2014. godine iznosila je 130.334.855 KM. U odnosu na 31.12.2013. godine kada je kapitalizacija iznosila 141.237.623 KM zabilježeno je smanjenje tržišne kapitalizacije investicionih fondova za 7,7% u odnosu na prethodnu godinu.



Slika 22. Tržišna kapitalizacija akcija zatvorenih investicionih fondova u periodu od 2005. do 31.12.2014. godine

Vrijednost indeksa investicionih fondova (FIRS) je pala u odnosu na vrijednost na dan 31.12.2013. godine za 8,44%.



Slika 23. Vrijednost indeksa zatvorenih investicionih fondova Republike Srpske (FIRS) u periodu od 2005. do 31.12.2014. godine

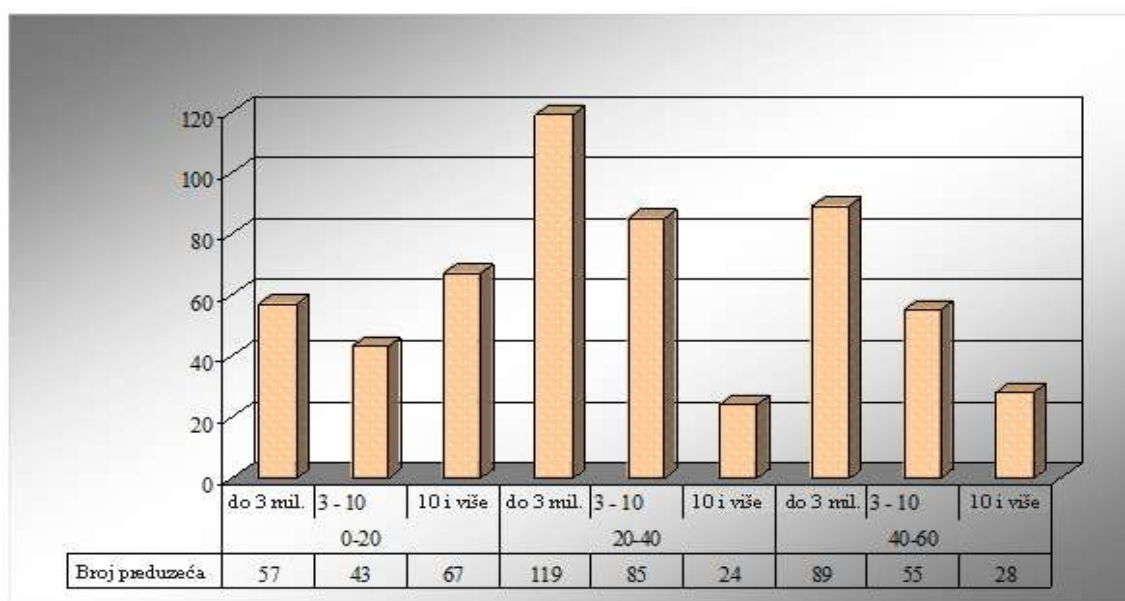
Fond	Ukupan broj akcionara	Do 5%		5-10%		10-25%		Preko 25%		Prvih 10 akcionara
		Broj	Udio (%)	Broj	Udio (%)	Broj	Udio (%)	Broj	Udio (%)	
BLBP	26.767	26.764	76,3	3	23,7					43,5%
BLKP	17.301	17.297	69,1	4	30,9					40,7%
BRSP	9.977	9.973	60,1	2	13,4	2	26,4			53,3%
EINP	7.152	7.148	47,9	3	27,0			1	25,1	66,1%
EKVP	34.420	34.418	70,3			2	29,7			40,1%
INVP	35.649	35.646	77,2	2	11,1	1	11,7			40,4%
JHKP	35.062	35.059	73,2	2	14,6	1	12,2			39,0%
KRIP	40.748	40.746	76,5	1	6,6	1	16,9			44,2%
PLRP	27.176	27.173	60,6	1	9,7	2	29,7			50,6%
PRVP	22.832	22.830	81,2	1	5,8	1	13,0			34,4%
UNIP	23	17	17,9	3	26,5	2	22,2	1	33,4	94,5%
VBIP	23.997	23.993	53,6	2	17,1	2	29,3			49,5%
VIBP	71.519	71.518	77,7			1	22,3			26,2%
ZTPP	90.683	90.680	71,9	2	12,1	1	16,0			46,5%

Tabela 39. Struktura vlasništva ZIF na dan 31.12.2014. godine

S obzirom da su u prethodnom periodu, imajući u vidu stanje u ovoj oblasti, provedene aktivnosti na izmjenama i dopunama Zakona o investicionim fondovima, ovoj problematici treba se ozbiljno pristupiti u 2015. godini, kako bi se izbjegle dalje štetne posljedice po akcionare investicionih fondova.

4. Aktivnosti investicionih fondova

Privatizacioni investicioni fondovi nastali u procesu vaučerske privatizacije krajem 2002. godine okončali su proces registracije, nakon čega su njihove aktivnosti bile usmjerene, prije svega, na učešće u konstituisanju akcionarskih društava u kojima su postali akcionari po osnovu vaučerske privatizacije. Imajući u vidu da su oni, u odnosu na veliki broj malih akcionara koji nisu pokazali interes za aktivno učešće u upravljanju, imali edukovani kadar iz poslova menadžmenta i korporativnog upravljanja, dali su značajan doprinos da se osnivačke skupštine održe i izaberu organi upravljanja, kao i da se druge aktivnosti iz nadležnosti skupštine obave u skladu sa zakonom i intencijama evropskih direktiva o korporativnom upravljanju. To potvrđuje činjenica da je najveći broj primjedbi i pokrenutih postupaka pred sudovima na nepravilnosti u radu skupština akcionarskih društava potekao od strane fondova.



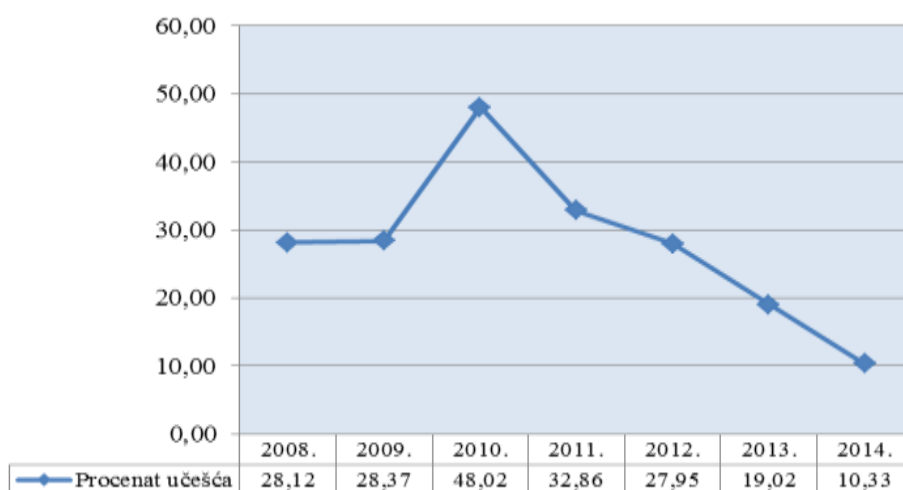
Slika 24. Pregled preduzeća prema vrijednosti kapitala i učešću fondova u strukturi vlasništva

Iz grafičkog prikaza vidljivo je da su fondovi u vaučer ponudi uložili u 567 akcionarskih društava. Najvećim dijelom ulagali su u akcionarska društva čiji je osnovni kapital do 3 miliona KM (265 preduzeća). U najvećem broju akcionarskih društava (228 ili 40% od ukupnog broja) fondovi su imali učešće u vlasničkoj strukturi između 20 i 40%, a od toga pretežno u akcionarskim društvima sa kapitalom do 3 miliona KM (119 preduzeća).

Ovdje treba primijetiti da su fondovi zajedno imali vlasničko učešće od 40-60% u čak 89 akcionarskih društava čiji je osnovni kapital iznosio do 3 miliona KM, 55 akcionarskih društava sa osnovnim kapitalom od 3 do 10 miliona KM i 28 akcionarskih društava sa osnovnim kapitalom preko 10 miliona KM. Imajući u vidu navedeno, u dosadašnjem periodu njihovog rada, od zatvorenih investicionih fondova nastalih u procesu vaučerske privatizacije očekivalo se da zajedničkim nastupom pristupe restrukturiranju akcionarskih društava iz njihovog portfelja, posebno akcionarskih društava u kojima su imali relativno visoko vlasničko učešće. Međutim, danas možemo slobodno reći da je ova aktivnost fondova potpuno izostala.

OPIS	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Ukupan promet:	119.135.741	86.652.962	79.684.641	102.554.647	93.947.699	122.111.825	181.582.049
- redovan promet akcijama i obveznicama	112.507.876	86.652.962	79.684.641	101.713.611	93.131.297	120.726.865	181.582.049
- aukcija za paket akcija	6.627.865	-	-	841.036	816.402	1.384.960	-
Promet koji su ostvarili ZIF (nisu izdvojene transakcija u kojima istovremeno utiču da ili više fondova)	33.501.410	24.583.720	38.261.661	33.701.652	26.259.120	23.224.511	18.754.265
Procenat učešća	28,12	28,37	48,02	32,86	27,95	19,02	10,33

Tabela 40. Promet koji su ostvarili ZIF (nisu izdvojene transakcija u kojima istovremeno utiču da ili više fondova)u periodu 2008.-2014. godine



Slika 25. Pregled učešća prometa ZIF u ukupnom prometu na Banjalučkoj berzi u periodu 2008.-2014. godine

Iz gornje slike se vidi da aktivnost ZIF-ova slabi u posmatranom periodu 2008.-2014. godine. Naime, od 2010. godine kada su ZIF učestvovali sa 48,02 % u ukupno ostvarenom prometu u 2014. godini učešće ZIF u ukupno ostvarenom prometu pala je na tek 10%.

Fond	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	Ukupno
BLBP	3.639.222	2.558.361	637.986	65.796	39.788	174.185	107.706	840.073	756.891	8.820.008
BLKP	4.120.191	1.267.238	3.396.189	1.544.195	1.363.596	1.832.631	1.331.186	587.615	0	15.442.841
BRSP	495.248	1.402.221	0	6.062	0	11.727	33.000	51.543	62.544	2.062.345
EINP	682.529	703.077	158.342	50.851	24.462	80.408	32.611	49.894	124.204	1.906.378
EKVP	794.048	5.537.710	1.185.131	762.656	698.253	310.601	361.941	61	49.944	9.700.345
INVP	1.448.771	1.153.907	691.421	449.892	1.148.857	1.053.064	1.300.604	1.575.941	1.318.627	10.141.084
JHKP	307.005	181.062	113.933	0	0	0	99.623	277.914	0	979.537
KRIP	3.098.040	20.856.816	160.647	474.272	190.789	968.152	1.137.459	1.593.061	266.251	28.745.487
PLRP	925.328	2.655.184	700.161	15.937	52.104	742.043	1.668.998	2.211.454	957.171	9.928.381
PRVP	1.351.343	861.877	343.475	342	16.685	347.812	356.361	416.275	8.099	3.702.269
UNIP	/	/	1.423.130	76.771	0	63.866	146.360	45.575	43.677	1.799.379
VBIP	5.915.654	4.821.209	12.270	907.953	1.591.540	1.063.267	726.669	21.838	526.107	15.586.507
VIBP	316.709	1.597.210	0	0	195.961	3.912.930	1.967.297	0	2.204.267	10.194.374
ZPTP	3.529.252	8.121.312	2.756.297	3.461.784	2.955.795	8.007.660	8.547.254	8.885.097	9.781.008	56.045.459
Ukupno	26.623.340	51.717.184	11.578.982	7.816.512	8.277.830	18.568.346	17.817.069	16.556.341	16.098.790	175.054.394

Tabela 41. Pregled kupovina za portfelj fondova za period od 2006. do 2014. godine

Fond	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	Ukupno
BLBP	4.216.678	3.849.945	1.995.484	560.833	92.018	409.967	376.751	861.237	1.636.642	13.999.555
BLKP	4.349.857	2.457.091	3.008.249	1.009.106	3.710.405	2.119.119	1.933.449	1.291.345	0	19.878.621
BRSP	1.026.256	1.932.503	533.285	34.802	314.411	254.234	398.516	359	509.195	5.003.561
EINP	1.116.300	1.993.499	0	109.198		38.204				3.257.201
EKVP	1.128.052	5.658.182	755.222	718.122	878.077	521.754	130.566	4.622	320.424	10.115.021
INVP	1.099.171	2.369.364	2.586.375	393.626	3.371.500	849.408	1.399.166	616.879	188.419	12.873.908
JHKP	607.798	755.078	330.032	13.416		380.265	380.266			2.466.855
KRIP	3.919.870	24.608.726	1.029.925	56.271	1.747.192	445.957	577.728	103.136	165.055	32.653.860
PLRP	1.428.835	4.413.109	385.691	1.592.512	502.456	1.586.652	2.407.818	1.716.431	763.454	14.796.958
PRVP	241.728	1.387.256	1.075.868	219.899	353.032	427.889	312.420		45.786	4.063.878
UNIP	/	/	28.500	28.613			115.971		3.000	176.084
VBIP	6.136.911	4.891.417	1.701.830	6.136.911	5.772.425	1.701.830	906.391	126.972	716.857	28.091.544
VIBP	778.909	2.098.857	356.475	778.909	2.098.857	356.475	391.775	214.896	442.285	7.517.438
ZPTP	5.823.897	13.445.596	8.273.219	5.823.897	13.445.596	8.273.219	2.304.659	4.620.591	2.740.705	64.751.379
Ukupno	31.874.262	69.860.623	22.060.155	17.476.115	32.285.969	17.364.973	11.635.476	9.556.468	7.531.823	219.645.863

Tabela 42. Pregled prodaja iz portfelja fondova za period od 2006. do 2014. godine

Na osnovu podataka iz gornje dvije tabele vidljivo je da je u posmatranom periodu odnos između vrijednosti kupovina i prodaja hartija od vrijednosti od strane ZIF-ova takav da je od osnivanja do 2012. godine bila veća vrijednost prodaja od kupovina hartija od vrijednosti. Kod nekih ZIF-ova kao što su Jahorina Koin, Euroinvestment fond, Bors invest fond u posmatranom periodu skoro da nije bilo značajnijeg investiranja u hartije od vrijednosti, koje je iznosilo ispod 2,1 miliona KM. Do najvećeg dezinvestiranja, vrijednosno posmatrano, u ovom periodu došlo je kod fondova: ZIF Zepter fond a.d. Banja Luka, ZIF Kristal invest fond a.d. Banja Luka, ZIF Balkan Investment Fond a.d. Banja Luka i ZIF VB fond a.d. Banja Luka. Ovdje treba primijetiti da su ZIF-ovi u 2006. i 2007. godini, kada su cijene akcija preduzeća u Republici Srpskoj imale rekordno visoke vrijednosti, investirali preko 78 miliona KM, dok su od 2009. godine do danas, kada su cijene akcija na Banjalučkoj berzi na veoma niskom nivou, investirali 78.340.524 KM a prodali iz portfelja hartije od vrijednosti u iznosu od 101.734.885 KM.

Fond	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	Ukupno
BLBP	758.630	1.682.779	121.240	-	-	-	-	-	20.793	2.583.442
BLKP	76.455	104.957	506.147	560.638	62.701	2.000	-	7.496	-	1.320.394
BRSP	228.284	1.022.273		-	-	-	-	-	-	1.250.557
EINP	29.000	158.671	7.906	-	-	16.291	-	-	-	211.868
EKVP	186.139	2.237.042	305.366	-	357.721	58.352	163.374	-	-	3.307.994
INVP		274.205		167.667	22.183	-	-	188.890	-	652.945
JHKP	11.606	73.056		-	-	-	-	-	-	84.662
KRIP	934.508	5.665.276	2.807	50.795	-	48.638	6.445	68.819	-	6.777.288
PLRP	354.553	129.919		-	36.411	32.097	197.662	22.356	32.400	805.398
PRVP		661.381	342.542	-	-	8.915	4.040	124.584	-	1.141.462
UNIP			117.053	2.116	-	-	-	-	-	119.169
VBIP	940.674	2.999.859		6.200	356.856	55.480	35.788	16.767	295.283	4.706.907
VIBP	52.454	766.418		-	-	-	-	-	-	818.872
ZPTP	1.646.524	3.766.052	23.151	12.356	-	7.880	955	-	-	5.456.918
Ukupno	5.218.827	19.541.888	1.426.212	799.772	835.872	229.653	408.264	428.912	348.476	29.237.876

Tabela 43. Kupovine u portfelj akcija drugih ZIF-ova na tržištu kapitala Republike Srpske u periodu 2009.-2014. godine

Fond	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	Ukupno
BLBP	404.802	52.500	-	-	-	-	-	-	29.444	2.096.696
BLKP	-	125.145	-	106.059	84.343	18.839	36.404	746.264	-	203.340
BRSP	-	253.871	173.318	-	-	-	-	-	-	823.368
EINP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	211.868
EKVP	-	234.574	2.901	-	162.627	-	-	-	-	2.907.892
INVP	-	-	-	-	-	32.476	-	-	-	620.469
JHKP	75.394	55.500	-	-	-	-	-	-	-	-46.232
KRIP	186.396	426.047	-	-	187.013	39.058	1.679	-	-	5.937.095
PLRP	-	194.245	-	-	-	58.868	-	-	38.250	514.035
PRVP	-	11.429	-	-	-	-	-	-	-	1.130.033
UNIP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	119.169
VBIP	120.075	1.827.771	1.061.037	-	12.100	-	-	-	-	1.685.924
VIBP	182.634	-	-	-	-	-	-	-	-	636.238
ZPTP	1.203.489	1.594.774	-	13.117	-	1.505.274	-	-	-	1.140.264
Ukupno	2.172.790	4.775.856	1.237.256	119.176	446.083	1.654.515	38.083	746.264	67.694	17.980.159

Tabela 44. Prodaje iz portfelja akcija drugih ZIF-ova na tržištu kapitala Republike Srpske u periodu 2009.-2014. godine, sa razlikom između vrijednosti kupovina i prodaja

Društva za upravljanje su oko 18% od ukupnih kupovina na tržištu kapitala Republike Srpske uložila u akcije drugih ZIF-ova, što je veoma loš pokazatelj dinamike restrukturiranja portfelja ZIF-ova. U posmatranom periodu ZIF-ovi su uložili u kupovinu akcija drugih ZIF-ova iznos od čak 29,297 miliona KM. Treba napomenuti da su ova sredstva ZIF-ovi obezbjedili prodajom likvidnih akcija iz svojih portfelja i, umjesto da se pozabave kvalitetnim restrukturiranjem portfelja fondova, likvidna sredstva su investirali u akcije drugih fondova, što je jedino moglo poslužiti kao kvalitetan način za zajednički koordinirani nastup društava na upravljanje u procesu donošenja odluka na skupštinama akcionara fondova kojima upravljaju.

Društva za upravljanje u procesu aktivnog upravljanja portfeljom fondova kojima upravljaju treba da strukturiraju portfelje tako da naprave takvu strukturu imovine koja se sastoji iz različitih vrsta hartija od vrijednosti koje će omogućiti minimalan rizik uz maksimalan očekivani prinos. Pri tome, sastavni dio njihove imovine u određenom procentu svakako treba da budu i dužničke hartije od vrijednosti čije je primarno i sekundarno tržište u Republici Srpskoj u posmatranom periodu doživjelo snažnu ekspanziju.

ZIF	2007	2008	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	Ukupno
BLBP	-	-	65.796	21.299	47.307	46.049	112.712	727.869	1.021.032
BLKP	-	1.278.005	459.910	676.077	635.280	7.826	572.985	-	3.630.083
BRSP	-	-	-	-	11.727	-	-	21.794	33.521
EINP	-	57.318	39.651	24.462	-	-	49.894	98.612	269.937
EKVP	8.833	85.028	47.615	-	125.942	1.123	-	-	268.541
INVP	-	25.878	-	235.984	156.728	404.268	1.000.291	782.882	2.606.031
JHKP	-	-	-	-	-	-	200.283	-	200.283
KRIP	-	-	-	-	44.919	310.124	195.810	29.458	580.311
PLRP	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PRVP	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UNIP	-	12.494	26.615	-	63.866	146.360	45.575	43.677	338.587
VBIP	-	-	121.710	-	804.979	1.826	-	-	928.515
VIBP	49.887	-	-	-	-	-	-	-	49.887
ZPTP	-	946.653	2.522.157	1.752.889	4.493.635	3.063.509	3.911.331	3.297.099	19.987.273
Ukupno	58.720	2.405.376	3.283.454	2.710.711	6.384.383	3.981.085	6.088.881	5.001.391	29.914.001

Tabela 45. Kupovina obveznica od strane ZIF-ova u periodu od 2007.-2014. godine na Banjalučkoj berzi

Fond	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	Ukupno
BLBP	-	65.796	21.299	47.307	-	-	574.902	709.304
BLKP	-	459.910	676.077	635.280	767.839	378.101	-	2.917.207
BRSP	-	-	-	11.727	-	-	-	11.727
EINP	-	39.651	24.462	-	-	-	-	64.113
EKVP	85.300	47.615	-	125.942	88.316	-	-	347.173
INVP	-	-	235.984	156.728	-	-	-	392.712
JHKP	-	-	-	-	-	-	-	-
KRIP	1.505	-	-	44.919	-	-	10.530	56.954
PLRP	-	-	-	-	-	-	-	-
PRVP	-	-	-	-	-	-	-	-
UNIP	-	26.615	-	63.866	-	-	-	90.481
VBIP	83.084	121.710	-	804.979	606.546	-	-	1.616.319
VIBP	-	-	-	-	-	-	-	-
ZPTP	297.874	2.522.157	1.752.889	4.493.635	206.642	-	-	9.273.197
Ukupno	467.763	3.283.454	2.710.711	6.384.383	1.669.343	378.101	585.432	15.479.187

Tabela 46. Prodaja obveznica od strane ZIF-ova u periodu od 2009.-2014. godine na Banjalučkoj berzi

Na osnovu podataka datih u prethodnim tabelama možemo vidjeti da ZIF-ovi, izuzev ZIF Zepter fonda a.d Banja Luka, nisu imali značajnija ulaganja u obveznice, iako neke od obveznica kao što su npr. obveznice Republike Srpske za izmirenje ratne štete su imale prinos do dospjeća preko 16%. Razlozi za ovako pasivan pristup fondova u procesu strukturiranja portfelja teško da ima realno ekonomsko uporište.

Fond	Akcije	Obveznice	Ostale hov	Depoziti i plasmani	Gotovina i got. ekv.	Ostala imovina	Ukupna imovina	Ukupne obaveze	NVI	NVI po akciji
BLBP	14.798.407	338.937	16.206	300.000	348.101	231.468	16.033.118	67.672	15.965.447	9,3
BRSP	8.477.068	41.888	-	-	130.787	218.784	8.868.527	551.041	8.317.486	6,6
EINP	18.585.994	322.598	-	500.000	480.484	836.440	20.725.516	176.487	20.549.029	19,0
EKVP	12.102.348	-	-	285.000	85.977	321.418	12.794.744	115.645	12.679.099	9,6
INVP	26.270.528	3.914.307	1.406.701	-	329.777	13.612	31.934.925	1.878.079	30.056.847	0,16
JHKP	7.603.143	282.071	-	-	5.807	276.457	8.167.477	172.205	7.995.272	4,1
KRIP	30.749.853	779.863	169.249	-	125.177	983.663	32.807.806	189.542	32.618.263	10,1
PRVP	4.177.787	198.869	149.621	-	25.664	63.553	4.615.494	19.038	4.596.455	4,3
UNIP	327.522	405.506	-	570.000	9.171	-	1.429.548	7.265	1.422.284	0,63
VBIP	7.029.049	-	-	540.000	253.428	73.522	7.895.999	79.185	7.816.814	5,1
VIBP	11.357.664	1.740.758	-	-	60.170	275.738	13.434.330	236.511	13.197.819	6,6
ZPTP	99.301.445	13.811.507	9.149	18.500.000	1.801.681	1.589.367	135.013.149	1.072.796	133.940.353	18,0
Ukup.	240.780.808	21.836.304	1.750.926	20.695.000	3.656.223	4.884.023	293.720.634	4.565.466	289.155.168	93,4

Tabela 47. Ulaganja ZIF-ove po vrstama imovine na dan 31.12.2014. godine

Podaci u prethodnoj tabeli prikazuju strukturu portfelja ZIF-ova koja je nastala kao rezultat svih aktivnosti o kojima je u prethodnom dijelu bilo riječi. U strukturi portfelja još uvijek dominiraju vlasnički instrumenti, odnosno akcije kao najznačajnija vrsta imovine kod svih investicionih fondova, iako se u maloj mjeri pojavljuju i ulaganja u druge instrumente, dok je primjetan visok nivo depozita kod ZIF Zepter fond a.d. Banja Luka. Pored toga, kod ovog fonda postoje relativno značajni iznosi na pozicijama depozita i plasmana, te gotovine i gotovinskih ekvivalenata.

Fond	Domaći emitenti			Strani emitenti			UKUPNO
	Redovne akcije	Prioritetne akcije	ZIF	Redovne akcije	Prioritetne akcije	ZIF/OIF	
BLBP-R-A	14.367.725	-	430.681	-	-	-	14.798.406
BRSP-R-A	8.090.844	-	386.224	-	-	-	8.477.068
EINP-R-A	18.395.836	-	114.398	75.759	-	-	18.585.994
EKVP-R-A	11.374.582	-	-	648.899	76.110	2.757	12.102.348
INVP-R-A	22.928.956	407.592	340.627	1.444.543	-	1.148.810	26.270.528
JHKP-R-A	7.556.899	-	46.243	-	-	-	7.603.142
KRIP-R-A	28.375.551	-	1.950.645	423.657	-	-	30.749.853
PLRP-R-A	16.477.106	143.325	810.219	1.477.824	-	454.578	19.363.052
PRVP-R-A	2.819.200	143.325	320.972	634.074	-	260.216	4.177.787
UNIP-R-A	272.077	-	55.445	-	-	-	327.522
VBIP-R-A	5.963.767	-	764.574	258.447	-	42.261	7.029.049
VIBP-R-A	9.718.384	-	1.169.880	469.399	-	-	11.357.664
ZPTP-R-A	85.871.030	-	856.409	12.223.352	117.287	233.366	99.301.445

Tabela 48. Struktura ulaganja ZIF-ova u akcije na dan 31.12.2014. godine

Iz podataka datih u gornjoj tabeli vidljivo da se pored redovnih akcija domaćih emitenata, kod većine ZIF-ova javljaju ulaganja u akcije domaćih zatvorenih investicionih fondova. Imajući u vidu činjenicu da u Republici Srpskoj postoji niz mogućnosti investiranja u dužničke hartije od vrijednosti visokog prinosa do dospijeca i mogućnosti investiranja na svjetskim finansijskim tržištima, postavlja se pitanje u čemu se sastoje ciljevi i aktivnosti strukturiranja imovine sa ovako visokim gotovinskim pozicijama i u kojoj mjeri su propušteni prinosi koji bi mogli biti ostvareni adekvatnim ulaganjem. Postavlja se niz pitanja kao što su: čime su se društva stvarno rukovala pri donošenju

investicionih odluka u procesu upravljanja fondovima ili u kojoj mjeri su se društva za upravljanje pridržavala ciljeva i principa ulaganja koje su navela u prospektu.

Neto vrijednost imovine ZIF-ova, ukupno i po akciji, predstavlja jedan od najvažnijih parametara u poslovanju investicionih fondova. Prema propisima, za izračunavanje neto vrijednosti imovine fonda odgovorno je društvo za upravljanje, s tim da društvo poslove obračuna može prenijeti i na drugo lice, a na osnovu ugovora na koji saglasnost daje Komisija.

R. br.	Fond	Broj hartija od vrijednosti			
		2002. (RS)	31.12.2014. godien		
			BiH	Izvan BiH	Ukupno
1.	BLBP	174	74		74
2.	BLKP	11	11	3	14
3.	BRSP	236	109	0	109
4.	EINP	110	45	2	47
5.	EKVP	84	43	5	48
6.	INVP	225	129	7	136
7.	JHKP	94	49		49
8.	KRIP	111	71	2	73
9.	PLRP	143	72	5	77
10.	PRVP	56	41	5	46
11.	VBIP	81	51	4	55
12.	VIBP	136	95	2	97
13.	ZPTP	262	114	41	155
Ukupno	-	1.723	904	60	964

Tabela 49. Prikaz portfelja ZIF prema broju hartija od vrijednosti na dan 31.12.2014. godine

Podaci u gornjoj tabeli daju sliku o broju hartija od vrijednosti u inicijalnom portfelju ZIF-ova u 2002. godini kada su nastali i broju hartija od vrijednosti na kraju 2014. godine, poslije 12 godina upravljanja portfeljom. Ovo je više kvantitativni pokazatelj ali ipak pokazuje da su društva u posmatranom periodu veoma malo učinila u procesu restrukturiranja portfelja imajući u vidu kvalitet i strukturu preduzeća čijim akcijama se javno trguje na Banjalučkoj berzi a koja se nalaze u strukturi portfelja ZIF-ova. Naime, značajan broj akcija iz portfelja ZIF-ova danas je nelikvidan ili nema tržišno valorizovanu vrijednost ali ni društva za upravljanje nisu ništa učinila u posmatranom periodu da ove akcije proda na tržištu javno ih nudeći samostalno ili zajedno u udruženom paketu. Pored toga, ne postoji slučaj restrukturiranja preduzeća u kojem su fondovi kao akcionari aktivno učestvovali, a što je stručna i investiciona javnost od njih u velikoj mjeri očekivala.

Fond	Broj hova u portfelju	Broj emitenata		Procenat	
		nisu u stečaju	u stečaju	nisu u stečaju	u stečaju
BLBP	74	59	15	79,7%	20,3%
BLKP	10	7	3	70,0%	30,0%
BRSP	105	81	24	77,1%	22,9%
EINP	51	42	9	82,4%	17,6%
EKVP	51	39	12	76,5%	23,5%
INVP	133	106	27	79,7%	20,3%
JHKP	47	35	12	74,5%	25,5%
KRIP	72	58	14	80,5%	19,5%
PLRP	71	56	15	78,9%	21,1%
PRVP	35	28	7	80,0%	20,0%
VBIP	55	47	8	85,5%	14,5%
VIBP	92	72	20	78,3%	21,7%
UNIP	51	49	2	96,1%	3,9%
ZPTP	97	83	14	85,6%	14,4%

Tabela 50. Pregled portfelja zatvorenih investicionih fondova za hartije od vrijednosti koje su listirane na Banjalučkoj berzi na dan 31.12.2014 godine

Na osnovu podataka iz prethodne tabele možemo zaključiti da je u prosjeku 20% hartija od vrijednosti iz portfelja fondova emitenata koji su u postupku stečaja. Pri tome, po procentu hartija od vrijednosti u portfelju fondova emitenata koji su u stečaju izdvajaju se ZIF Balkan Investment fond a.d. Banja Luka (30%), Jahorina Koin a.d. Pale (25,5%) i ZIF Aktiva invest fond a.d. Banja Luka (23,5%).

5. Izmjene i dopune Zakona o investicionim fondovima

S obzirom na rezultate rada zatvorenih investicionih fondova u dosadašnjem periodu i nove okolnosti nastale pod uticajem velike ekonomske i finansijske krize, Komisija za hartije od vrijednosti je izvršila temeljno preispitivanje uslova za njihovo poslovanje s ciljem obezbjeđenja veće zaštite interesa investitora i vraćanje njihovog povjerenja u tržište kapitala Republike Srpske.

Pored toga, Komisija je imala u vidu i činjenicu da je potpisivanjem Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju sa Evropskom unijom,⁴⁴ Bosna i Hercegovina preuzela obavezu da svoje propise usklađuje sa pravnom tečevinom Evropske unije. Tako je u postupku izmjena Zakona o investicionim fondovima bilo neophodno uskladiti pojedine odredbe sa direktivama koje uređuju osnivanje i poslovanje društava za upravljanje i investicionih fondova.

Naime, Direkcija za evropske integracije Bosne i Hercegovine 04.10.2010. godine dostavila je dopis svim regulatorima na finansijskom tržištu te entitetskim vladama (između ostalih i na adrese različitih ministarstva u Republici Srpskoj - Ministarstvo finansija, Ministarstvo za ekonomske odnose i regionalnu saradnju, te Kabinet predsjednika Vlade - jedinica za koordinaciju i evropske integracije sa obavještenjem da je “na sastanku Pododbora za unutrašnje tržište i konkurenciju održanog u Briselu 11. i 12.

⁴⁴ Bosna i Hercegovina je potpisala Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju dana 16.06.2008. godine u Luksemburgu

maja 2010. godine delegacija Bosne i Hercegovine preuzela obavezu izrade uporednih i transpozicionih tabela, koje trebaju da daju pregled entitetskih propisa po odgovarajućim sektorima unutrašnjeg tržišta, njihovu međusobnu usklađenost, kao i usklađenost sa pravom Evropske unije”.

Postupajući po navedenom zahtjevu, Komisija za hartije od vrijednosti je u januaru 2011. godine Ministarstvu finansija Republike Srpske dostavila uporedni pregled propisa u vezi sa tržištem kapitala, u okviru kojeg je poseban segment bio posvećen regulaciji segmenta investicionih fondova. U tom kontekstu analizirana je i legislativa Evropske unije i to:

1. **Direktiva 85/611** o usklađivanju zakona, uredbi i upravnih propisa koji se odnose na društva za zajednička ulaganja u prenosive hartije od vrijednosti (UCITS),
2. **Direktiva 2002/87** o dodatnom nadzoru kreditnih institucija, osiguravajućih društva i investicionih društava u finansijskom konglomeratu i o izmjeni i dopuni Direktiva 73/239, 79/267, 92/49, 92/96, 93/6 i 93/22 i Direktiva 98/78 i 2000/12,
3. **Direktiva 2006/49** o adekvatnosti kapitala investicionih društva i kreditnih institucija,
4. **Direktiva 2007/16** o primjeni Direktive 85/611 o usklađivanju zakona, uredbi i upravnih propisa koji se odnose na društva za zajednička ulaganja u prenosive hartije od vrijednosti (UCITS) u vezi sa pojašnjenjem određenih definicija,
5. **Direktiva 2009/65** o usklađivanju zakona i drugih propisa koji se odnose na društva za zajednička ulaganja u prenosive hartije od vrijednosti (UCITS),
6. **Direktiva 2010/43** o primjeni Direktive 2009/65 u vezi sa organizacionim zahtjevima, konfliktima interesa, obavljanju aktivnosti, upravljanju rizicima i sadržaju ugovora između depozitara i društva za upravljanje,
7. **Direktiva 2010/44** o primjeni Direktive 2009/65 u vezi sa odredbama koje se odnose na spajanje fondova, tzv. centralno – napajajuće strukture i procedure obavještanja,
8. **Uredba 139/2004** o kontroli koncentracije između preduzeća,
9. **Uredba 583/2010** o primjeni Direktive 2009/65 u vezi sa ključnim informacijama za investitorima i uslovima koji se moraju zadovoljiti kada se obezbjeđuju ključne informacije za investitore ili u vezi sa prospektom na odgovarajućem mediju, drugačijem od papirnog ili posredstvom internet stranice,
10. **Uredba 584/2010** o primjeni Direktive 2009/65 u vezi sa formom i sadržajem standardnog izvještaja, upotreba elektronskih sredstava komunikacije sa nadležnim regulatorima koji treba da budu predmet izvještavanja, te procedure za verifikaciju i istragu „na licu mjesta“, kao i razmjenu informacija između nadležnih regulatora,

te su dati pojedinačni komentari u smislu razlika koje su evidentirane.

Ciljevi i principi promjena u Zakonu u investicionim fondovima su jačanje efikasnosti rada društava za upravljanje, utvrđivanje naknade za upravljanje u skladu sa rezultatima poslovanja, povećanje koristi za akcionare investicionih fondova, praćenje regionalnih i međunarodnih tokova u ovoj oblasti, odgovarajući nadzor nad radom društava za upravljanje, usaglašavanje sa direktivama Evropske unije u ovoj oblasti u mjeri u kojoj je to za sada prihvatljivo i primjereno našim uslovima.

Imajući u vidu naprijed navedeno, predložena je i obavezna transformacija postojećih zatvorenih investicionih fondova nastalih od privatizacionih investicionih fondova u

otvorene investicione fondove, uz utvrđivanje razumnih rokova za usaglašavanje poslovanja sa predloženim izmjenama.

Predložene reforme trebale bi da doprinesu povećanju atraktivnosti akcija postojećih zatvorenih investicionih fondova, smanjenju velike razlike između tržišne vrijednosti i neto vrijednosti imovine fondova kojim društva upravljaju, jačanju odgovornosti društava za upravljanje i vraćanju povjerenja nekoliko stotina hiljada akcionara investicionih fondova, građana Republike Srpske, u koncept privatizacije i institucije Republike Srpske.