



UVOD

Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske uspostavljena je na osnovu Zakona o hartijama od vrijednosti ("Službeni glasnik Republike Srpske" broj 24/98 od 15. jula 1998. godine). Slijedeći praksu i iskustva tržišnih privreda i privreda zemalja u tranziciji, Komisiji za hartije od vrijednosti Republike Srpske (u daljem tekstu: Komisija) su ovim Zakonom data značajna ovlaštenja u pogledu uspostavljanja i razvoja tržišta kapitala, regulaciji tog tržišta i nadzoru nad ovlaštenim učesnicima. Time se stvaraju pretpostavke i obezbjeđuju uslovi da se emisija i promet javno emitovanih hartija od vrijednosti obavljaju na organizovan način.

Komisija je stalno i nezavisno pravno lice, a osnovni cilj njenog rada je da kroz regulisanje, nadzor i promociju obezbijedi:

- podršku uspostavljanju i razvoju tržišta hartija od vrijednosti u Republici Srpskoj
- funkcionisanje uređenog, pravičnog, otvorenog i efikasnog tržišta hartija od vrijednosti, odnosno stvaranje povjerenja u sve institucije i učesnike na tržištu
- zaštitu interesa investitora i drugih učesnika na tržištu.

Na osnovu člana 87. Zakona o hartijama od vrijednosti ("Službeni glasnik Republike Srpske" broj 4/01 - prečišćeni tekst) i člana 33. Statuta Komisije ("Službeni glasnik Republike Srpske" broj 16/00), Komisija ima obavezu da Narodnoj skupštini Republike Srpske podnosi godišnji izvještaj o radu i stanju na tržištu hartija od vrijednosti.

Izvještaj o radu Komisije odnosi se na period januar - decembar 2002. godine i treba da informiše Narodnu skupštinu i javnost o aktivnostima koje je Komisija izvršila u okviru njenih zakonskih ovlaštenja, te stanju i perspektivama razvoja tržišta hartija od vrijednosti u Republici Srpskoj.

1. OSNOVNI PODACI O KOMISIJI

1.1 Osnivanje, pravni status i nadležnosti Komisije

Zakonom o hartijama od vrijednosti utvrđen je pravni status Komisije, njene nadležnosti i način rada. Ovim Zakonom Komisija je, shodno praksi i iskustvima zemalja tržišne privrede, uspostavljena kao stalno, nezavisno regulatorno tijelo, sa statusom pravnog lica, koje uređuje i kontroliše emitovanje i promet hartija od vrijednosti u Republici Srpskoj.

Sjedište Komisije je u Banjoj Luci, u Ulici Vuka Karadžića broj 6.

Kao stalno, samostalno i nezavisno pravno lice, Komisija ima slijedeće nadležnosti i ovlaštenja:

- donosi propise kojima se reguliše funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti u Republici Srpskoj, odnosno uslovi i način emitovanja i prometa hartija od vrijednosti u sprovođenju zakona,
 - izdaje dozvole i odobrenja za osnivanje i poslovanje institucija tržišta hartija od vrijednosti i fizičkih lica ovlaštenih za obavljanje poslova iz ove oblasti, u skladu sa zakonom,
-



- kontroliše poštovanje pravila uobičajene trgovine i lojalne konkurencije u trgovini hartijama od vrijednosti,
- vrši nadzor nad ovlaštenim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti, emitentima hartija od vrijednosti, investicionim fondovima i društvima za upravljanje investicionim fondovima, Centralnim registrom hartija od vrijednosti i berzom,
- propisuje, organizuje, preduzima i nadgleda mjere kojima osigurava efikasno funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti i zaštitu interesa investitora,
- propisuje pravila prometa hartija od vrijednosti na osnovu povlašćenih informacija,
- obustavlja emisiju i promet pojedinih hartija od vrijednosti i preduzima druge aktivnosti u slučaju manipulacija ili špekulacija u prometu hartijama od vrijednosti ili kada procijeni da su tim aktivnostima ugroženi interesi investitora i javnosti, ili te aktivnosti nisu u skladu sa zakonom i drugim propisima,
- propisuje način čuvanja dokumentacije za berzu i preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti,
- propisuje automatizovani sistem za prijem i način izvršenja transakcija sa hartijama od vrijednosti na organizovanim tržištima,
- propisuje elemente obaveznog izvještavanja investitora i javnosti o poslovanju emitenata i drugih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti i nadzor nad primjenom ovih propisa,
- prati i proučava stanje i kretanje na tržištu hartija od vrijednosti,
- sprovodi prethodne radnje i druge mjere u slučaju povrede zakonskih odredbi i drugih propisa u vezi sa tržištem hartija od vrijednosti, uključujući i pokretanje upravnog spora radi zaštite investitora,
- objavljuje raspoložive informacije i širi znanja o djelovanju tržišta hartija od vrijednosti,
- vodi knjige i registre u skladu sa zakonom (emitenata, ovlaštenih učesnika i druge),
- saraduje sa srodnim organizacijama u inostranstvu.

1.2 Imenovanje članova i sastav Komisije

Komisiju čine predsjednik, zamjenik predsjednika i tri člana, koje na prijedlog Predsjednika Republike Srpske, a uz prethodnu njihovu pismenu saglasnost, imenuje Narodna Skupština Republike Srpske.

Mandat članova Komisije traje pet godina, s tim da isto lice može više puta biti imenovano u sastav Komisije. Prilikom imenovanja novog saziva najmanje dva člana se imenuju iz prethodnog saziva Komisije. Za članove Komisije mogu biti imenovani domaći i strani stručnjaci, odnosno lica koja imaju visoku stručnu spremu ekonomskog ili pravnog smjera i posjeduju lična svojstva koja ih čine dostojnim za obavljanje ove funkcije.

Imajući u vidu ovlaštenja i odgovornosti Komisije, kao i potrebu očuvanja integriteta svih lica zaposlenih u Komisiji, Zakonom o hartijama od vrijednosti je regulisano da predsjednik, zamjenik predsjednika i članovi Komisije ne mogu:

- 1) biti u međusobnom srodstvu ili braku,



- 2) biti lica koja su kažnjavana za djela, koja su nespojiva sa radom u Komisiji,
- 3) obavljati dužnost u političkoj stranci i učestvovati u političkim aktivnostima koje su nespojive sa radom u Komisiji,
- 4) biti članovi organa zakonodavne, izvršne ili sudske vlasti, nadzornog ili upravnog odbora bilo kojeg akcionarskog društva ili preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti,
- 5) obavljati bilo koji drugi posao uz naknadu, izuzev naučnih, istraživačkih i predavačkih aktivnosti,
- 6) posjedovati, direktno ili indirektno, više od 5% akcija bilo kojeg akcionarskog društva ili preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti i
- 7) obavljati djelatnost ili provoditi aktivnosti koje su u suprotnosti sa načelima zaštite investitora ili samostalnosti Komisije.

Pored toga, posebnim etičkim pravilima detaljno su uređene sve obaveze, ograničenja i odgovornosti članova i zaposlenih u Komisiji, a s ciljem postizanja što većeg stepena povjerenja u tržište hartija od vrijednosti.

Prvi sastav Komisije imenovala je Narodna skupština Republike Srpske na svom zasjedanju 4. maja 2000. godine, odlukom o imenovanju koja je objavljena u “Službenom glasniku Republike Srpske” broj 12/00. Nakon toga, Odlukom od 10. juna 2002. godine, koja je objavljena u “Službenom glasniku Republike Srpske” broj 37/02 Narodna skupština je izvršila izmjenu u sastavu Komisije na taj način što je razriješila zamjenika dr Branka Krsmanovića i člana dr Radomira Božića po njihovom zahtjevu, a imenovala prof. dr Milana Popovića za zamjenika predsjednika i Miodraga Jandrića, diplomiranog ekonomistu za člana Komisije.

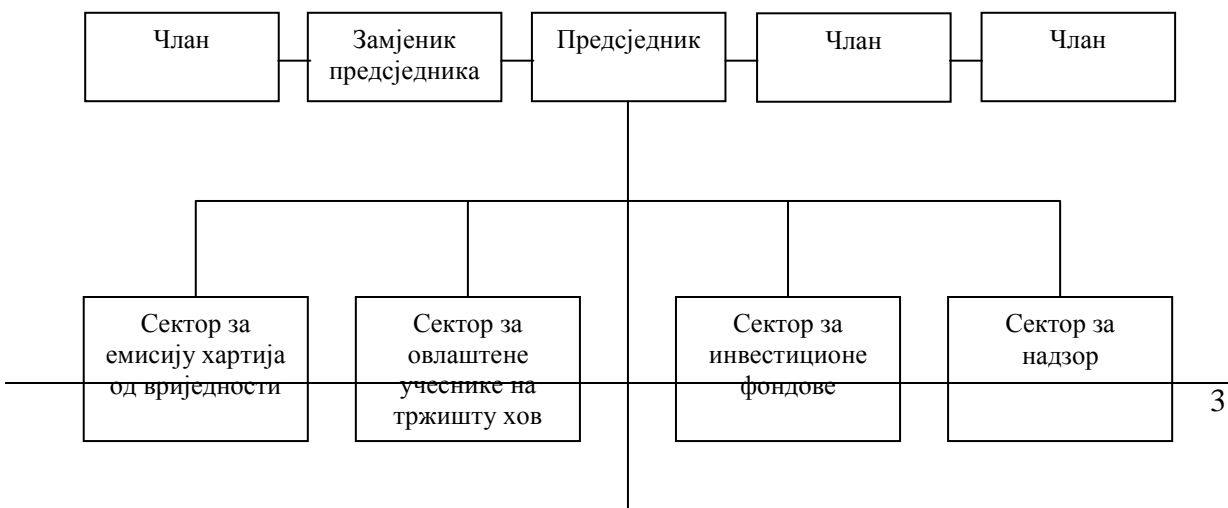
Sadašnji sastav Komisije čine:

1. Branka Bodroža, diplomirani ekonomista, predsjednik
2. prof. dr Milan Popović, zamjenik predsjednika
3. Azra Balić, diplomirani pravnik, član
4. Božana Šljivar, diplomirani ekonomista, član
5. Miodrag Jandrić, diplomirani ekonomista, član.

1.3 Organizaciona struktura Komisije

Sa stanovišta organizacione strukture, Komisiju čine četiri sektora i Sekretarijat.

Slika 1. Šema organizacione strukture Komisije





Svaki od navedenih sektora obavlja slijedeće poslove iz svoje oblasti:

- priprema nacрта i prijedloga propisa koje donosi Komisija,
- priprema prijedloga mišljenja i stavova Komisije,
- obrada zahtjeva za davanje odobrenja i dozvola ovlaštenim učesnicima i emitentima,
- praćenje izvršenja rješenja,
- vođenje odgovarajućih registara,
- praćenje objavljivanja finansijskih i drugih poslovnih informacija emitenata i ovlaštenih učesnika,
- kontrola izvršavanja obaveza i poslovanja ovlaštenih učesnika,
- davanje saglasnosti na akte ovlaštenih učesnika i
- prikupljanje informacija i izrada izvještaja o stanju i problematici iz svoje oblasti.

Sekretarijat kao poseban organizacioni dio obavlja poslove koji su od zajedničkog interesa za Komisiju u cjelini i čijim se vršenjem obezbjeđuje nesmetan, efikasan i usklađen rad svih organizacionih dijelova, kao i stručno-operativne poslove pravne i ekonomske prirode, finansijsko-materijalne poslove, informatičke, dokumentacione, statističko-evidencione, kancelarijske, birotehničke poslove i poslove tekućeg i investicionog održavanja i obezbjeđivanja drugih uslova rada.

Svaki član Komisije zadužen je za rad pojedinog sektora, dok Sekretarijatom rukovodi sekretar Komisije.

U 2002. godini Komisija je izvršila izmjene u svojoj organizacionoj strukturi formiranjem sektora za nadzor. Ovakva promjena uslovljena je uspostavljenim institucionalnim okvirom tržišta hartija od vrijednosti i dostignutim stepenom njegove razvijenosti.

Pored članova, u stručnim službama Komisije ima deset zaposlenih, od čega je osam stručnih saradnika sa visokom stručnom spremom ekonomske i pravne struke.

2. AKTIVNOSTI KOMISIJE U 2002. GODINI

2.2 Pregled aktivnosti

Tabela 1. Pregled održanih sjednica Komisije u 2002. godini po tačkama dnevnog reda



OPIS	Broj
1. ODRŽANE SJEDNICE	45
2. TAČKE DNEVNOG REDA	326
od toga:	
- Sekretarijat /Predsjednik, Komisija/	94
- Sektor za investicione fondove	82
- Sektor za ovlašćene učesnike	49
- Sektor za emisiju hartija od vrijednosti	84
- Sektor za nadzor	17

Tabela 2. Struktura i broj donešenih akata u 2002. godini iz nadležnosti Komisije

OPIS	Broj
1. Pravilnici	10
2. Odluke	5
3. Rješenja	470
4. Zaključci	56
5. Stavovi	5

Pored prikazanih aktivnosti, a radi sagledavanja intenzivnosti rada i komunikacije, ističe se podatak da je u izvještajnoj godini Komisija primila preko 1300 stranaka.

2.3 Unapređenje normativno-pravnog okvira za funkcioniranje tržišta hartija od vrijednosti

2.3.1 Učešće Komisije pri izradi izmjena i dopuna zakonskih propisa

U skladu sa svojom funkcijom, Komisija je u 2002. godini analizirala stanje, kretanja i probleme na tržištu hartija od vrednosti Republike Srpske, te primjenu propisa iz te oblasti. Pored toga, Komisija je pratila primjenu i izmjene propisa koji su u vezi sa funkcionisanjem tržišta hartija od vrednosti, a koji se odnose na privatizaciju, te poslovanje preduzeća, banaka i osiguravajućih društava. Takođe, analizirana je međunarodna praksa, iskustva zemalja u tranziciji, a izvršeno je i poređenje usaglašenosti naše regulative sa standardima i principima IOSCO. Na osnovu svega navedenog Komisija je inicirala izmjene i dopune zakonskih i drugih propisa, kao i donošenje novih u dijelu regulative koja nedostaje.

Komisija je u toku 2002. godine pripremila Nacrt zakona o izmjenama i dopunama zakona o privatizacionim investicionim fondovima, koji je usvojen na sjednici Narodne skupštine Republike Srpske u septembru 2002. godine i objavljen u "Službenom glasniku RS" broj 63/02. Izmjenama i dopunama ovog Zakona preciznije je regulisan postupak oduzimanja dozvole za rad društvu za upravljanje kao i postupak izbora novog društva, način sticanja akcija fonda od strane društva za upravljanje, definisani su organi fonda, ograničenja investicione politike fonda i postupak likvidacije fonda. Ujedno je regulisano rješenje problema sa registracijom privatizacionih investicionih fondova kao vlasnika u privatizovanim



preduzećima putem “ispravljenog obavještenja o izvršenoj privatizaciji sa listom akcionara kao prilogom”, na osnovu kojeg će fondovi biti nominovani kao vlasnici akcija preduzeća iz procesa vaučerske privatizacije u sudskom registru i Centralnom registru hartija od vrijednosti. Time je stvorena zakonska pretpostavka za prometovanje akcija fondova.

U 2003. godini Komisija je u svoj Program rada uključila pripremu Nacrta zakona o investicionim fondovima kao opšteg zakona koji reguliše osnivanje i poslovanje fondova kao institucionalnih investitora. Time bi bio zaokružen proces izgradnje normativno-pravnog okvira neohodnog za efikasno funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti u Republici Srpskoj.

Na inicijativu Ministarstva za industriju i tehnologiju, Komisija je bila uključena u aktivnosti na izmjenama i dopunama Zakona o preduzećima. Izmjene i dopune ovog Zakona izvršene su s ciljem njegovog prilagođavanja principima i standardima OECD-a o korporativnom upravljanju, te usklađivanja sa noveliranim Zakonom o hartijama od vrijednosti, a u funkciji brže i efikasnije transformacije privatizovanih preduzeća u akcionarska društva. Noveliranim Zakonom Komisiji je data nadležnost da propiše standarde korporativnog upravljanja a koji se, pored ostalog, odnose na način sazivanja skupštine akcionara, način glasanja i informacije koje trebaju biti obezbjeđene akcionarima u vezi s tim.

Kako bi se unaprijedila postojeća normativno-pravna regulativa u oblasti tržišta hartija od vrijednosti, Komisija je inicirala i, na osnovu datih prioriteta u svom Programu rada za 2002. godinu, pripremila prijedlog Zakona o preuzimanju akcionarskih društava, koji je usvojen na sjednici Narodne skupštine u septembru 2002. godine, a objavljen u “Službenom glasniku RS” broj 64/02 – drugi dio. Ovim Zakonom regulišu se uslovi i postupak za preuzimanje akcionarskih društava u slučaju kada se stekne značajno učešće u njihovom osnovnom kapitalu (preko 25%) od ukupnog broja akcija s pravom glasa, a u cilju zaštite manjinskih akcionara. Na ovaj način nastoji se prevazići situacija, izražena u dosadašnjoj praksi, po kojoj su manjinski akcionari praktično ostajali bez šanse za prodaju svojih akcija u slučaju kada jedno ili više lica stekne značajan ili većinski paket akcija u akcionarskom društvu. Zakon je koncipiran u skladu sa međunarodnim standardima, a u praksi će obezbijediti da se proces koncentracije vlasništva u privatizovanim preduzećima odvija na regularan, fer i transparentan način, sa utvrđenim pravima i obavezama svih učesnika. Zakonom o preuzimanju Komisija je ovlaštena da provodi i kontroliše ovaj postupak.

Komisija je, takođe, učestovala u raspravama, te davala svoja mišljenja i sugestije i u vezi drugih zakona, kao što su Zakon o stečajnom postupku, Zakon o deviznom poslovanju i Zakon o računovodstvu.

2.3.2 Pravna regulativa iz nadležnosti Komisije

U skladu sa zadacima utvrđenim u Programu rada za 2002. godinu, a u cilju daljeg uređivanja funkcionisanja institucija i tržišta hartija od vrijednosti, Komisija je izvršila izmjene i dopune postojećih normativnih akata i donijela nove.

Tabela 3. Pregled akata iz nadležnosti Komisije

NAZIV AKTA	Službeni glasnik RS
1. Osnovni akti koji regulišu rad Komisije	



NAZIV AKTA	Službeni glasnik RS
• Poslovnik o izmjenama i dopunama Poslovnika o radu Komisije za hartije od vrijednosti Republike Srpske	39/02
• Odluka o izmjenama i dopunama Statuta Komisije za hartije od vrijednosti Republike Srpske	42/02
• Pravilnik o o unutrašnjoj organizaciji i sistematizaciji radnih mjesta u Komisiji za hartije od vrijednosti Republike Srpske	-
2. Pravilnici	
• Pravilnik o uslovima i postupku emisije hartija od vrijednosti (novi)	42/02
• Pravilnik o izmjenama i dopunama Pravilnika o registru emitenata hartija od vrijednosti kod Komisije za hartije od vrijednosti RS	53/02
• Pravilnik o izmjenama i dopunama Pravilnika o uslovima i postupku za osnivanje privatizacionih investicionih fondova i društava za upravljanje privatizacionim fondovima	39/02
• Pravilnik o metodologiji za utvrđivanje neto vrijednosti imovine privatizacionih investicionih fondov	42/02
• Pravilnik o depozitarima privatizacionih investicionih fondova	4/02
• Pravilnik o izmjenama i dopunama Pravilnika o depozitarima privatizacionih investicionih fondova	65/02
• Pravilnik o trgovanju hartijama od vrijednosti	11/02
• Pravilnik o poslovnju berzanskih posrednika	11/02
• Plan privatizacije Centralnog registra	39/02
3. Uputstva i procedure za primjenu propisa	
• Kako emitovati akcije	-
• Procedure – Zakon o preuzimanju akcionarskih društava	-
4. Modeli akata za učesnike	
• Model ugovora o upravljanju privatizacionim investicionim fondom	-
• Model odluke o osnivanju privatizacionog investicionog fonda	-
• Model obavještenja o sticanju akcija	-
• Model javne ponude za prezimanje akcionarskih društava	-
5. Zajednički rad na izradi propisa sa drugim institucijama	
• Naredba o primjeni kontnog okvira sa prilogom - kontni okvir za privatizacione investicione fondove	1/02
• Pravilnik o obrascima i sadržini pozicija u obrascima finansijskih izvještaja za privatizacione investicione fondove	1/02
6. Akti drugih institucija na koje je Komisija dala saglasnost	
• Pravilnik o članstvu u Centralnom registru hartija od vrijednosti	11/02
• Pravilnik o obračunu, poravnanju i prenosu hartija od vrijednosti	11/02

U toku 2002. godine Komisija je u obliku nacрта izradila Pravilnike o izvještavanju i objavljivanju informacija ovlaštenih učesnika, emitenata i privatizacionih investicionih fondova, a koji će biti usvojeni u 2003. godini.



Iz navedenog pregleda može se vidjeti da je, u odnosu na prethodni period, kada je naglasak bio na regulativi koja se odnosi na osnivanje institucija tržišta kapitala i licenciranje tržišnih učesnika, u 2002. godini posebna pažnja posvećena regulaciji funkcionisanja uspostavljenih institucija, te uslova i načina organizovanog trgovanja javno emitovanim hartijama od vrijednosti.

Posebno interesantnu oblast poslovanja akcionarskih društava u ovoj fazi razvoja tržišta hartija od vrijednosti u Republici Srpskoj predstavlja emisija hartija od vrijednosti, kao način za pribavljanje dodatnog kapitala potrebnog za restrukturiranje i efikasnije poslovanje privatizovanih preduzeća. Stoga je u protekloj godini dograđena regulativa u ovoj oblasti, prije svega, u svrhu usklađivanja sa noveliranim Zakonom o hartijama od vrijednosti ali, i sa namjerom otklanjanja uočenih negativnih pojava u primjeni dosadašnje podzakonske regulative u ovoj oblasti. Novim Pravilnikom o načinu i postupku emisije hartija od vrijednosti izvršena su poboljšanja, kako za investitore koji ulažu svoja sredstva u kupovinu hartija od vrijednosti (za sada samo akcija), tako i za postojeće akcionare kroz veću zaštitu njihovih interesa i prava po osnovu emisije. U odnosu na raniji Pravilnik pojednostavljena je procedura postupka emisije, uvedena nova vrsta emisije u vidu emisije putem zatvorene ponude unaprijed određenim kupcima, poboljšana transparentnost postupka i svih akata donešenih u postupku emisije. Uvedeni su i dodatni uslovi u pogledu dokumentacije u cilju otklanjanja svake sumnje da je odluka o emisiji donešena na transparentan i regularan način, koji mora obezbjediti svakom akcionaru saznanje o njenoj vrijednosti i posljedicama po njegov status kao akcionara.

Imajući u vidu da su ovo novi poslovi u ekonomsko-pravnom sistemu i nedovoljnu edukovanost emitenata, investitora i postojećih akcionara, Komisija je izradila Uputstvo za emisiju hartija od vrijednosti u popularnom obliku pod nazivom “Kako emitovati akcije”, koje je dostupno poslovnoj i najširoj javnosti na Web sajtu i prostorijama Komisije, a biće objavljeno i u jednom od narednih brojeva časopisa “Finrar”, u izdanju Saveza računovođa i revizora Republike Srpske.

U dijelu koji se odnosi na poslovanje privatizacionih investicionih fondova, Pravilnikom o depozitarima su regulisana pitanja koja se tiču uslova dobijanja dozvole za obavljanje poslova depozitara, te načina obavljanja ovih poslova. Poslovi depozitara privatizacionih investicionih fondova su nova vrsta aktivnosti koja do sada nije bila poznata u finansijskom sistemu Republike Srpske. Ti poslovi obuhvataju čuvanje imovine fonda na posebnim računima, izvršavanje finansijskih transakcija u vezi sa kupoprodajom hartija od vrijednosti iz portfelja fonda, isplatu dividendi akcionarima fonda i izračunavanje neto vrijednosti imovine fonda. Ove poslove mogu da obavljaju banke i Centralni registar hartija od vrijednosti. Iz navedenog proizilazi da je funkcija depozitara, prije svega, zaštita imovine fonda od zloupotreba, a time i zaštita interesa akcionara fonda.

Usvajanjem Pravilnika o metodologiji za utvrđivanje neto vrijednosti imovine privatizacionih investicionih fondova regulisan je način izračunavanja neto vrijednosti imovine fonda kao osnove za obračun provizije koju društvo za upravljanje naplaćuje od fonda na ime svojih upravljačkih usluga. Imajući u vidu uslove na našem tržištu, posebno su definisani načini vrednovanja hartija od vrijednosti iz portfelja fonda u zavisnosti od knjigovodstvene vrijednosti, načina, obima i rokova trgovanja.



Pravilnikom o trgovanju, u skladu sa zakonskim uslovom obaveznog trgovanja na berzi i/ili drugom uređenom javnom tržištu, regulisan je način prijema hartija od vrijednosti na organizovanom tržištu, sa posebnim osvrtom na akcije iz privatizacije. Nadalje, definisani su način trgovanja sa stanovišta aplikativnih i blok poslova, način trgovanja hartijama od vrijednosti emitovanih uz skraćeni prospekt i hartijama od vrijednosti emitovanim bez odobrenja Komisije.

Pravilnikom o poslovanju berzanskih posrednika, kao ovlaštenih učesnika u trgovini hartijama od vrijednosti, uređen je način poslovanja preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti i odjeljenja za poslovanje sa hartijama od vrijednosti u bankama. S tim u vezi, utvrđen je obavezni sadržaj posebnih pravila kojima berzanski posrednici samostalno regulišu način obavljanja svojih poslova, obavezni sadržaj ugovora o berzanskom posredovanju koji se sklapa sa klijentom, otvaranje računa u Centralnom registru hartija od vrijednosti, sadržaj, vrste, način prijema i odbijanja naloga klijenata, sadržaj i način vođenja evidencije klijenata, knjige naloga i dr.

Saglasno odredbama Poslovnika o radu Komisije svi naprijed navedeni normativni akti su u formi nacрта dostavljeni učesnicima na tržištu, kao i drugim institucijama koji su u vezi sa ovom problematikom, radi davanja mišljenja i primjedbi na predložena rješenja. Sve dostavljene primjedbe i sugestije Komisija je pažljivo razmotrila i najveći dio prihvatila.

Dajući saglasnost na pravilnike Centralnog registra, tj. na Pravilnik o članstvu u Centralnom registru hartija od vrijednosti i Pravilnik o obračunu, poravnanju i prenosu hartija od vrijednosti, Komisija je zaokružila skup aktivnosti na uspostavljanju normativno-pravnog okvira za funkcionisanje Centralnog registra.

Na osnovu ovlaštenja iz Zakona o Centralnom registru hartija od vrijednosti Komisija je, kao nosilac upravljačkih prava u ime Republike Srpske, donijela Plan privatizacije Centralnog registra. Planom su regulisane obaveze i procenat učešća ovlaštenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti kao obaveznih kupaca dijela akcija. Otkup akcija od strane ovih lica je u toku, čime se završava prva faza privatizacije Centralnog registra u kojoj će biti otkupljeno 40% akcija

Pored navedenog, Komisija je po pojedinim spornim pitanjima od značaja za sve učesnike na tržištu, a u vezi sa primjenom propisa iz oblasti hartija od vrijednosti, donosila stavove. U 2002. godini Komisija je donijela stavove o slijedećim pitanjima:

- ovlaštenju upravnog odbora za izmjene i dopune odluka skupštine akcionara o povećanju kapitala,
- načinu korištenja minimalnog novčanog dijela osnovnog kapitala preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti,
- upisu u sudski registar privatizacionih investicionih fondova,
- utvrđivanju osnovnog kapitala banaka u postupku odobravanja emisije akcija,
- načinu trošenja i naknada posebnih sredstava za osnivanje i poslovanje privatizacionog investicionog fonda.

Gore navedeni stavovi, kao i stavovi iz prethodnog perioda, dostupni su javnosti na Web stranicama Komisije.



Komisiji se u toku 2002. godine obraćao veći broj fizičkih i pravnih lica postavljajući pitanja u vezi funkcionisanja tržišta hartija od vrijednosti i korporativnog upravljanja. Na pitanja iz njene nadležnosti Komisija je redovno odgovarala i na osnovu toga dala 26 mišljenja koji su dostavljeni strankama i javno dostupni na Web stranicama Komisije.

2.4 Emisija hartija od vrijednosti

U skladu sa važećim propisima Republike Srpske emisiju hartija od vrijednosti, moguće je izvršiti na slijedeće načine:

1. putem javne ponude, kada se hartije od vrijednosti prodaju neodređenom broju lica uz javni poziv za upis i uplatu,
2. putem zatvorene ponude, kada se ponuda upućuje unapred određenim kupcima (do najviše 30)
3. bez odobrenja Komisije, u slijedećim slučajevima:
 - kada je emitent ili garant Republika Srpska,
 - prilikom simultanog osnivanja akcionarskog društva u skladu sa Zakonom o preduzećima,
 - prilikom emisije novih akcija akcionarskog društva nastalih simultanim osnivanjem, kada cjelokupnu emisiju otkupljuju postojeći akcionari, odnosno ako se broj akcionara ne povećava preko pedeset,
 - prilikom emisije akcija po osnovu isplate dividendi,
 - po osnovu pretvaranja rezervi i neraspoređene dobiti u osnovni kapital u skladu sa Zakonom o preduzećima,
 - emisijom novih hartija od vrijednosti prilikom spajanja, podjele konverzije i denominacije,
 - u drugim slučajevima emisije akcija utvrđenom Zakonom o preduzećima (uslovno povećanje kapitala i stausne promjene preduzeća).

Izuzetak od tačke 3. predstavljaju ovlašteni učesnici, banke, osiguravajuće i slične organizacije.

U postupku odobravanja zahtjeva za emisiju pod tačkom 1. i 2. prethodnog stava Komisija cijeni uz tačnost i urednost podnešene dokumentacije, osnovanost zahtjeva emitenta, kako sa stanovišta ispunjenja uslova propisanih Zakonom i aktima Komisije, tako i sa stanovišta investicionih ciljeva koji se žele postići emisijom. Posebna pažnja se posvećuje transparentnosti osnovnih podataka i dokumenata koji su bitni za donošenje odluke od strane investitora (odluka o emisiji, prospekt i javni poziv). Sastavni dio ovog postupka je praćenje pravilnosti toka emisije i proglašavanje uspješnosti okončane emisije, što Komisija utvrđuje svojim rješenjem. Kod emisije pod tačkom 3. emitent je obavezan da u određenom roku obavijesti Komisiju o donešenoj odluci za ovu vrstu emisije (bez odobrenja Komisije) sa prilogom predmetne odluke. U ovom postupku Komisija cijeni, sa stanovišta svoje kontrolne funkcije, zakonitosti ovakvih odluka, da li su iste donesene na način i po postupku propisanom zakonskim i drugim propisima i svojim rješenjem potvrđuje ispunjenje obaveze emitenta o podnošenju obavijesti za ovakvu emisiju.



Pored dogradnje pravne regulative, ovu oblast u izvještajnom periodu karakteriše povećanje broja emitenata i odobrenih emisija kao i promjena strukture emisija.

Dok je u 2001. godini bilo 6 emitenata i toliko emisija u ukupnoj vrijednosti 13.585.200 KM, u 2002. godini je bilo 20 emitenta sa 20 emisija u ukupnoj vrijednosti od 76.495.213 KM, što predstavlja povećanje od 3,5 puta u broju emitenata i 5,5 puta u vrijednosti emisija.

Tabela 4. Pregled emisija hartija od vrijednosti po vrsti u 2002. godini

Red. broj	Emitent	Datum rješenja o odobrenju zahtjeva	Redni broj emisije	Vrsta i broj HOV	Ukupna vrijednost emisije (KM)
I Emisija javnom ponudom					
1.	VB banka Banja Luka	02.09.'02.	Deveta	Redovne akcije 2.000	2.000.000
2.	Balkan investment banka Banja Luka	13.09.'02.	Treća	Redovne akcije 500.000	5.000.000
3.	Kristal banka Banja Luka	11.12.'02.	Druga	Redovne akcije 300	30.000.000
Ukupno					37.000.000
II Emisija zatvorenom ponudom					
1.	Tehnogas Kakmuž	29.04.'02.	Druga	Redovne akcije 100.000	500.000
2.	Dubičanka Kozarska Dubica	29.04.'02.	Druga	Redovne akcije 702.650	5.626.500
3.	Fratelo trade Banja Luka	15.05.'02.	Četvrta	Redovne akcije 243	1.000.000
4.	Veselin Masleša Banja Luka	08.11.'02.	Druga	Redovne akcije 350	350.000
5.	Nova banka Bijeljina	13.09.'02.	Peta	Redovne akcije 450	450.000
6.	Privredna banka Srpsko Sarajevo	08.11.'02.	Četvrta	Redovne akcije 5.500	4.410.000
7.	Zepter komerc banka Banja Luka	14.11.'02.	Peta	Redovne akcije 8.000	6.415.000
8.	Aktiva vaučer fond Banja Luka	09.12.'02.	Druga	Redovne akcije 2.200	220.000
9.	Bobar banka Bijeljina	25.11.'02.	Sedma	Redovne akcije 2.500	5.000.000
10.	Nova banjalučka banka Banja Luka	09.12.'02.	Druga	Redovne akcije 10.000	9.778.000
Ukupno					33.749.500
III Emisija bez odobrenja Komisije uz obavezu obavještanja o donesenoj odluci					
1.	Bobar banka Bijeljina	12.02.02.	Peta	Redovne akcije 79	158.000
2.	VB banka Banja Luka	12.03.02.	Osma	Redovne akcije 825	825.000
3.	Bobar osiguranje	21.06.02.	Druga	Redovne akcije	3.070.000



Red. broj	Emitent	Datum rješenja o odobrenju zahtjeva	Redni broj emisije	Vrsta i broj HOV	Ukupna vrijednost emisije (KM)
	Bijeljina			307	
4.	Privredna banka Srpsko Sarajevo	02.12.02.	Treća	Redovne akcije 1.166	1.166.000
5.	Bobar banka Bijeljina	29.07.02.	Šesta	Redovne akcije 170	340.000
6.	Veterinarska stanica Bijeljina	21.10.02.	Druga	Redovne akcije 3.403	17.015
7.	Šipad- Krajina Banja Luka	09.12.02	Treća	Redovne akcije 169.698	169.698
Ukupno					5.745.713
Sveukupno (I + II + III)					76.495.213
Od toga:					
- u novcu					72.468.713
- u stvarima i pravima					4.026.500

U ukupnom broju odobrenih emisija dominiraju emisije zatvorenom ponudom unaprijed određenom kupcu (10 od ukupno 20 emisija ili 50%), kao trenutno jednostavniji, brži i efikasniji oblik za povećanje osnovnog kapitala, a time i novih sredstava za različite investicione ciljeve: ispunjenje zakonskog cenzusa osnovnog kapitala (kod banaka i osiguravajućih društava), povećanje ili unapređenje poslovanja, odnosno ulaganje u nove investicije (kod akcionarskih društava-preduzeća).

Na drugom mjestu su emisije akcija bez odobrenja Komisije (7 od 20 ili 35%) koje se većinom odnose na povećanje osnovnog kapitala iz raspoloživih rezervi i neraspoređene dobiti. Ovaj oblik ukazuje na sazrijevanje transformisanih subjekata iz procesa privatizacije u akcionarska društva, u pravcu povećanja ekonomske osnove društva umjesto za isplatu dividendi akcionarima. Kako o ovim pitanjima odlučuju skupštine akcionara $\frac{3}{4}$ većinom glasova prisutnih akcionara, ovaj podatak ukazuje da raste zainteresovanost akcionara da vlastitim sredstvima poboljšaju finansijsku poziciju svog akcionarskog društva. To se može okarakterisati kao početni uspjeh korporativnog upravljanja u akcionarskim društvima.

Po kriteriju uplate uloga, novčana i naturalna, u izvještajnom periodu je dominirala novčana (95%) u odnosu na naturalnu, u stvarima i pravima (5%). To pokazuje da su emitenti bili zainteresovani za priliv novčanih sredstava u odnosu na unošenje uloga u stvarima i pravima, kao oblik povećanja osnovnog kapitala. Ovo je pozitivna tendencija i garantuje jasne odnose u pogledu vlasničkih udjela akcionara. Nasuprot tome, ulaganja u stvarima i pravima pokazala su u praksi da je prevashodni cilj ovog oblika ulaganja sticanje značajnog ili većinskog paketa akcija. Sticanje se želi ostvariti ulaganjem stvari koje su, u pravilu, sa visokim stepenom otpisanosti i precijenjene vrijednosti, a često nisu u vezi sa djelatnosti preduzeća – emitenta (što je u nekim slučajevima i bio razlog za odbijanje zahtjeva za odobrenje emisije).

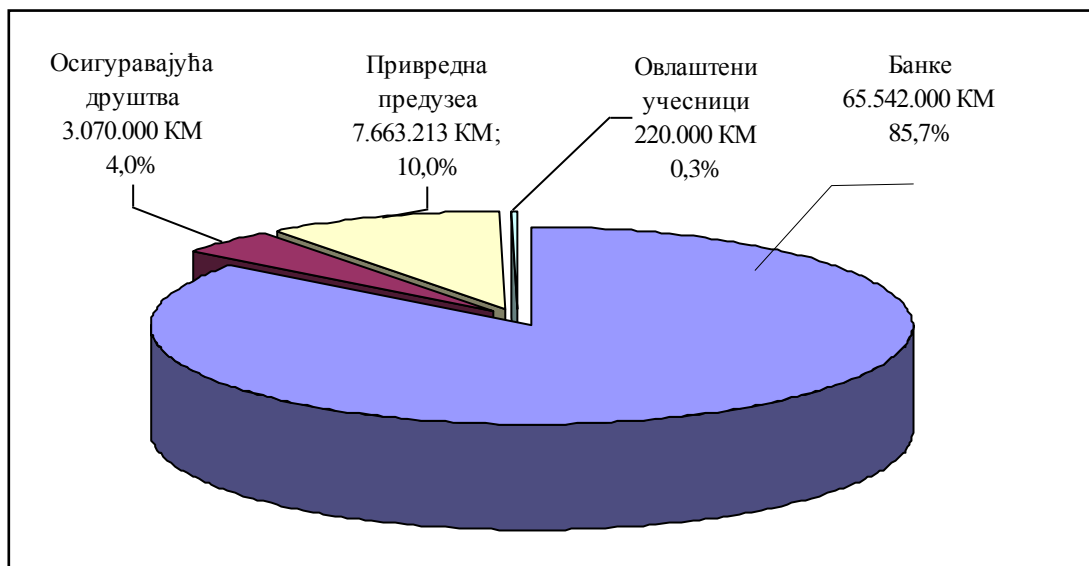


Tabela 5. Pregled odbijenih emisija od strane Komisije u 2002. godini

Red. br.	Emitent	Datum rješenja o odbijanju zahtjeva	Redni broj emisije	Vrsta i broj hartija od vrijednosti	Ukupna vrijednost emisije (KM)
1.	Put Banja Luka	15.5.02.	Druga	Redovne akcije 257.195	2.571.950
2.	Bijeljina put Bijeljina	20.5.02.	Druga	Redovne akcije 150.000	1.500.000
3.	Mlinpek Prnjavor	07.10.02.	Druga	Redovne akcije 20.770	2.077.000
4.	Autoservis centar Banja Luka	26.7.02.	Druga	Redovne akcije 150.000	1.500.000
5.	Bobar banka Bijeljina	07.10.02.	Sedma	Redovne akcije 1.750	3.500.000
6.	Elmont Banja Luka	13.09.02	Druga	Redovne akcije 1.065.109	1.065.109
Ukupno					12.214.059

Razlozi za odbijanje navedenih zahtjeva za emisiju su bili to što priložena dokumentacija ili provedeni postupak nije bio u skladu sa zakonom, te time nisu bili ispunjeni uslovi za odobrenje iste. Prije svega, vodilo se računa o zaštiti investitora potencijalnih kupaca akcija iz ovih emisija.

Slika 2. Struktura emisija sa stanovišta oblika akcionarskog društva-emitenta u 2002. godini



Iako u ukupno obimu emisija u protekloj godini dominiraju banke zbog zakonskog povećanja cenzusa novčanog dijela osnovnog kapitala, primjetan je i znatan porast učešća emisija preduzeća - akcionarskih društava. To učešće je povećano u odnosu na prethodnu godinu kao rezultat povećanja vrijednosti emisija sa 840.000 KM na 7.663.213 KM (9 puta) i ima tendenciju daljeg rasta. Ovakve tendencije su pozitivne kako za tržište kapitala, tako i sa stanovišta rasta investicija i dinamiziranja proizvodnje.



2.5 Privatizacioni investicioni fondovi

U Republici Srpskoj je formirano 13 društava za upravljanje i 13 privatizacionih investicionih fondova. Osnivanje i poslovanje ovih subjekata regulisano je Zakonom o privatizacionim investicionim fondovima i društvima za upravljanje privatizacionim fondovima. Prema ovom Zakonu fondovi se organizuju kao akcionarska društva. U postupku osnivanja fonda građani su stekli njegove akcije ulaganjem svojih vaučera, a nakon registracije fonda, te akcije se mogu naći u prometu na berzi. U skladu sa zakonom fondom upravlja društvo za upravljanje, koje u ime i za račun fonda, donosi odluke u vezi sa raspolaganjem imovinom fonda.

Nakon što je Direkcija za privatizaciju dostavila konačne rezultate vaučer ponude za privatizacione investicione fondove, stekli su se potrebni uslovi za njihovu registraciju, odnosno konstituisanje kao pravnih subjekata. U periodu od januara do maja izvještajne godine Komisiji je podnešeno 13 zahtjeva za dobijanje dozvole za osnivanje i upravljanje fondom. U obradi dostavljenih zahtjeva Komisija je razmatrala:

1. strukturu portfelja fonda sa stanovišta zakonskih ograničenja,
2. statut fonda,
3. odluku o osnivanju fonda,
4. odluku o raspoređivanju akcija fonda u smislu utvrđivanja nominalne vrijednosti i broja akcija fonda,
5. ugovor o upravljanju,
6. izvještaj o osnivanju fonda.

Na osnovu razmatranja svih navedenih akata i dokumenata Komisija je utvrdila da su svi zahtjevi potpuni i u skladu sa propisima, pa je u tom smislu izdala i odgovarajuće dozvole. Nakon toga, fondovi su registrovani u sudskom registru, čime su konačno stekli pravni subjektivitet. U skladu sa odredbama Zakona o hartijama od vrijednosti privatizacioni investicioni fondovi su registrovani i u Centralnom registru hartija od vrijednosti. U periodu od 29.07. do 31.12. 2002. godine registrovani su svi fondovi osim "Jahorina Konseko Progres" a.d. Pale čiji je postupak registracije u Centralnom registru u toku.

Tabela 6. Pregled fondova prema broju prikupljenih vaučera, vrijednosti kapitala fonda i broju preduzeća iz njihovog portfelja

Redni broj	Naziv privatizacionog investicionog fonda	Broj prikupljenih vaučera	Iznos kapitala fonda (KM)	Broj preduzeća
1.	"ZEPTER FOND"	7.451.940	324.997.783	262
2.	"KRISTAL INVEST FOND"	3.213.679	191.044.742	111
3.	"INVEST NOVA FOND"	2.637.517	189.810.882	225
4.	"BLB-PROFIT"	1.725.084	182.646.715	174
5.	"JAHORINA KONSEKO INVEST"	1.970.200	118.342.200	94
6.	"EUROINVESTMENT FOND"	1.082.895	102.656.754	110
7.	"BORS INVEST FOND"	1.264.407	96.393.449	236
8.	"POLARA INVEST FOND"	1.679.592	94.353.705	143
9.	"EKVATOR INVEST FOND"	1.323.574	83.572.178	84
10.	"VAUČERSKO INVESTICIONI BIZNIS"	1.988.076	77.779.983	136



Redni broj	Naziv privatizacionog investicionog fonda	Broj prikupljenih vaučera	Iznos kapitala fonda (KM)	Broj preduzeća
	FOND”			
11.	“PIF PRIVREDNIK”	1.081.188	51.348.852	56
12.	“VB FOND”	1.526.910	42.862.161	81
13.	“BALKAN INVESTMENT FOND”	1.152.342	32.716.081	11
Ukupno		28.097.404	1.598.764.644	567

U skladu sa postojećim zakonskim odredbama akcije privatizacionih investicionih fondova obavezno se uvrštavaju na posebnu kotacionu listu na Banjalučkoj berzi i ovaj proces je završen u januaru 2003. godine (u toku izrade ovog izvještaja), tako da su se stekli svi uslovi za početak trgovine akcijama iz portfelja fondova i akcijama samih fondova. Takođe, u periodu od novembra 2002. do kraja godine, većina fondova je ili održala ili zakazala prve skupštine akcionara fonda.

U toku 2002. godine postojao je problem pogrešne registracije društava za upravljanje privatizacionim investicionim fondovima kao vlasnika akcija u privatizovanim preduzećima iz vaučer ponude. Naime, umjesto fondova kao vlasnika akcija u privatizovanim preduzećima iz vaučer ponude u sudskom registru upisana su društva za upravljanje fondovima. Komisija je na taj problem ukazala još u decembru 2001. godine i dostavila je Vladi Republike Srpske i Direkciji za privatizaciju svoje stavove po tom pitanju i prijedlog za rješavanje. Prijedlog Komisije je bio da Direkcija izda ispravljeno Obavještenje o izvršenoj privatizaciji i ispravljenu listu akcionara za svako pojedinačno preduzeće iz vaučer ponude. Ova situacija je znatno usporila proces registracije fondova i početak trgovanja njihovim akcijama, kao i akcijama iz njihovog portfelja.

Kao što se vidi iz poglavlja 2.2 ovog Izvještaja, Komisija je u 2002. godini zaokružila normativno-pravni okvir koji se odnosi na funkcionisanje privatizacionih investicionih fondova kao učesnika na tržištu hartija od vrijednosti, na taj način što je regulisala obavljanje poslova depozitara i metodologiju izračunavanja neto vrijednosti sredstava fonda.

Sa predstavnicima privatizacionih investicionih fondova je u toku izvještajne godine održano više konsultativnih sastanka na temu funkcionisanja depozitara, obračuna neto vrijednosti imovine privatizacionih investicionih fondova i računovodstva fondova.

U toku 2002. godine kontrolisano je stanje i izvršena je analiza u svakom društvu za upravljanje u pogledu ispunjenosti uslova za poslovanje, kao i analiza finansijskih izvještaja društava za upravljanje privatizacionim investicionim fondovima.

Na osnovu stava Komisije i Saveza računovođa i revizora Republike Srpske društva su imala specifičnosti u knjigovodstvenoj evidenciji i obračunu finansijskih rezultata, a imajući u vidu činjenicu da u periodu 2000-2001. godina nisu mogla da izvrše obračun provizije za upravljanje, niti fakturisanje i naplatu utrošenih posebnih sredstava.

Tabela 7. Pregled društava za upravljanje prema vrijednosti kapitala i aktive na dan

30.06. 2002. godine

Redni broj	NAZIV DRUŠTVA	UKUPAN KAPITAL	AKTIVA (KM)
------------	---------------	----------------	-------------



		(KM)	
1.	“INVEST NOVA a.d.Bijeljina	420.640	958.419
2.	“VAUČERSKO INVESTICIONI BIZNIS“ a.d. Banja Luka	409.285	776.276
3.	“VB INTER INVEST “ a.d. Banja Luka	291.330	820.702
4.	“AKTIVA VAUČER FOND “ a.d. Gradiška	286.250	905.744
5.	“ZEPTER INVEST“ a.d. Banja Luka	272.900	1.035.170
6.	“BORS INVEST “ a.d. BanjaLuka	271.109	782.752
7.	“BLB – MENADŽMENT – INVEST“ a.d. Banja Luka	269.750	775.040
8.	“KRISTAL INVEST“ a.d. Banja Luka	258.750	765.901
9.	“POLARA INVEST “ a.d. Banja Luka	255.145	1.645.356
10.	“JAHORINAKONSEKOPROGRES“a.d. S. Sarajevo - Pale	253.750	789.622
11.	“EUROINVESTMENT“a.d. BanjaLuka	191.041	785.888
12.	“PRIVREDNIK“ a.d. Banja Luka	134.532	711.637
13.	“BALKAN INVESTMENT MANAGEMENT“a.d.Banja Luka	19.750	1.434.397
UKUPNO:		3.334.232	12.186.904

I pored činjenice da je do kraja 2002. godine održano pet seminara za investicione menadžere i da su 53 lica stekla zvanje investicionih menadžera u pojedinim društvima za upravljanje postojali su određeni kadrovski problemi. U postupku kontrole društava za upravljanje privatizacionim investicionim fondovima, Komisija je konstatovala stanje i pojedinim društvima odredila vremenske rokove za ispunjenje propisanih uslova u ovom pogledu, što je od strane društava i ispunjeno.

S tim u vezi, tekuće aktivnosti Komisije odnosile su se na izdavanje 28 uvjerenja o sticanju zvanja investicioni menadžer. Takođe, provedeni su postupci za izdavanje 10 dozvola za rad u zvanju investicioni menadžer, koje se periodično obnavljaju u skladu sa ispunjenim uslovima.

Komisiji je, pored toga, podnošeno 3 zahtjeva za davanje saglasnosti na promjene akata, kao i 7 zahtjeva za promjene direktora ili članova upravnih i nadzornih odbora društava za upravljanje.

2.6 Ovlašteni učesnici na tržištu hartija od vrijednosti

U 2001. godini formirane su institucije potrebne za organizovano trgovanje (sekundarni promet) javno emitovanim hartijama od vrijednosti u Republici Srpskoj (Centralni registar, Banjalučka berza, preduzeća ovlaštena za poslovanje hartijama od vrijednosti-brokerske kuće, privatizacioni investicioni fondovi, društva za upravljanje privatizacionim investicionim fondovima).

U prvom kvartalu 2002. godine Komisija se aktivno uključila u pripreme za početak organizovanog trgovanja akcijama iz privatizacije i s tim u vezi obezbjeđenja efikasnog funkcionisanje institucija koje predstavljaju sastavni dio tog procesa. U tu svrhu, Komisija je, u saradnji sa međunarodnim savjetnicima, održala niz konsultativnih sastanaka sa predstavnicima svih ovlaštenih učesnika na tržištu. Pored toga, Komisija je donijela ili



odobrila odgovarajuće normativne akte kojima je regulisan proces trgovanja hartijama od vrijednosti, poslovanje berzanskih posrednika, te obračun, poravnanje i prenos hartija od vrijednosti u Centralnom registru, a što se vidi iz poglavlja 2.2 ovog Izvještaja. Time je izraženo nastojanje da se kreira okruženje koje će obezbjediti organizovanu, efikasnu i transparentnu trgovinu. Takođe, data je saglasnost na izmjene i dopune pojedinih akata Banjalulčke berze, Centralnog registra hartija od vrijednosti i preduzeća za poslovanje hartijama od vrijednosti. S ciljem ubrzanja početka trgovanja na Banjalulčkoj berzi Komisija je, zajedno sa ostalim institucijama, učestvovala u aktivnostima na simulaciji trgovanja.

Početak organizovanog trgovanja u Republici Srpskoj obilježen je prvim transakcijama sa akcijama privatizovanih preduzeća na Banjalulčkoj berzi hartija od vrijednosti a.d. Banja Luka, koje su obavljene je 14. marta 2002. godine. Od tada, Komisija kontinuirano prati i kontroliše proces trgovanja i izvještaje o trgovanju koje dostavlja Banjalulčka berza.

Trenutno je u Republici Srpskoj registrovano deset preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti (osam organizacionih jedinica za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti u sastavu banaka i dva preduzeća za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti), od kojih su osam osnivači Banjalulčke berze. U izvještajnoj godini izdata je dozvola za rad preduzeću za poslovanje sa hartijama od vrijednosti "Grand broker" a.d. Zvornik.

Tabela 8. Pregled brokerskih odjeljenja/kuća

Redni broj	Naziv
1.	Balkan Investment Bank a.d. Banja Luka Balkan Investment Broker
2.	Nova banka a.d. Bijeljina Filijala za poslovanje sa hov "Broker nova"
3.	Razvojna banka a.d. Banja Luka Odjeljenje za poslovanje sa hov
4.	Banjalulčka banka a.d. Banja Luka Ekspozitura za hov
5.	VB banka a.d. Banja Luka Poslovna jedinica za poslovanje sa hov "VB broker"
6.	Zepter Komerc banka a.d. Banja Luka Odjeljenje za poslovanje sa hov
7.	Kristal banka a.d. Banja Luka Odjeljenje za poslovanje sa hov "Kristal broker"
8.	Euro broker a.d. Bijeljina
9.	Semberska banka a.d. Bijeljina Sektor za poslovanje sa hov
10.	Grand broker a.d. Zvornik

Pored pomenutih, u postupku je osnivanje još dva preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti.

U skladu sa odredbama Zakona o hartijama od vrijednosti preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti su isključivo nadležna za posredovanje u cjelokupnom trgovanju



javno emitovanim hartijama od vrijednosti na organizovanom tržištu. U tom smislu, ona predstavljaju nužnu kariku u uspostavljanju odnosa između klijenata (kupca – prodavca) i berze. U sadašnjoj situaciji, kada su masovni vlasnici akcija po osnovu vaučerske privatizacije nedovoljno edukovani, ova preduzeća predstavljaju stručnu i savjetodavnu pomoć svim klijentima u trgovanju sa akcijama. Ova preduzeća ujedno snose neposrednu materijalnu odgovornost za pričinjenu štetu svojim klijentima nepravilnim i nezakonitim radom. U tom smislu, zadatak Komisije je da izdaje dozvole za rad (licencira ova preduzeća) na osnovu njihovog zahtjeva, a kada utvrdi da su ispunjeni svi propisani uslovi i da vrši nadzor nad njihovim poslovanjem. Priklikom izdavanja dozvole za rad Komisija odobrava pravila poslovanja berzanskog posrednika, kao obavezan akt koji donosi svako preduzeće za poslovanje sa hartijama od vrijednosti.

U toku 2002. godine održano je više konsultativnih sastanaka sa ovlaštenim učesnicima po određenim pitanjima vezanim za: funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti, trgovanje hartijama od vrijednosti, poslovanje berzanskih posrednika, primjenu zakonskih i drugih propisa koji se odnose na trgovanje hartijama od vrijednosti i proces privatizacije u Republici Srpskoj.

Vezano za primjenu Zakona o preuzimanju, koji je stupio na snagu 22.10. 2002. godine, održano je šest radno-konsultativnih sastanaka unutar Komisija i dva edukativno-konsultativna sastanka sa ovlaštenim učesnicima. S tim u vezi izrađene su Procedure za primjenu Zakona o preuzimanju, Model obavještenja o sticanju akcija na osnovu kojih nastaje obaveza na objavljivanje ponude za preuzimanje i Model javne ponude za preuzimanje akcionarskih društava. Pripremljeni su odgovori na postavljena pitanja od strane ovlaštenih učesnika u vezi primjene Zakona o preuzimanju. Prema odredbama ovog Zakona, pokrenuti su prvi postupci preuzimanja. U vršenju nadzora nad tim postupcima, Komisija je donosila odgovarajuća rješenja i odluke za lica koja su bila obavezna da postupaju po odredbama ovog Zakona.

2.7 Nadzor nad ovlaštenim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti

U skladu Zakonom o hartijama od vrijednosti Komisija vrši nadzor nad poslovanjem emitenata hartija od vrijednosti, ovlaštenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti, investicionih fondova, društava za upravljanje investicionim fondovima, berze i Centralnog registra hartija od vrijednosti.

Nadzor na tržištu hartija od vrijednosti Komisija vrši praćenjem i proučavanjem stanja i kretanja, kao i neposrednom kontrolom učesnika na tržištu hartija od vrijednosti, a čije poslovanje je u nadležnosti Komisije.

Komisija je u toku izvještajne godine prikupljala informacije o stanju na tržištu kapitala i poslovanju ovlaštenih učesnika putem različitih izvora, a na osnovu raspoloživih informacija pokrenula je odgovarajuće postupke iz njene nadležnosti.

Kao odgovor na uočene nepravilnosti u obavljanju trgovine sa hartijama od vrijednosti, Komisija je izdala rješenja sa nalogima za zabranu trgovine akcijama izvan organizovanog tržišta slijedećim pravnim i fizičkim licima:

- Kompaniji Dušanić” d.o.o Prnjavor
- “Eurogrand” d.o.o Prnjavor,



- Petru Dušaniću,
- Slavici Jotanović,
- Braci Luburiću i
- Borisu Luburiću.

U navedenim slučajevima radi se o pribavljanju javno emitovanih akcija (iz procesa privatizacije) kroz sekundarni promet, neposrednom kupovinom putem raznih oglasa, izvan berze. Pravni poslovi o kupoprodaji hartija od vrijednosti zaključeni na ovaj način su ništavi. Rješenja o zabrani ovakvog prometa dostavljena su i emitentima tih akcija (preduzećima), koji su bili obavezni da putem oglasne ploče i na druge načine obavijeste svoje akcionare.

Ujedno su podnešene prijave za prekršaje zbog neovlaštenog trgovanja akcijama protiv "Kompanije Dušanić" d.o.o Prnjavor, "Eurogrand" d.o.o Prnjavor, Petra Dušanića kao direktora "Kompanije Dušanić" i Slavice Jotanović kao direktora preduzeća "Eurogrand". U toku su i postupci kontrole i za druge slučajeve neovlaštenog trgovanja. U cilju sprečavanja sličnih pojava i zaštite manjinskih akcionara, Komisija je, u skladu sa svojim ovlaštenjima, izdala saopštenje za javnost ukazujući na nezakonitost ovakvih postupaka i uputila na primjenu propisa kod trgovanja akcijama iz privatizacije.

U 2002. godini nastavljena je aktivnost praćenja neosnovanog upisa djelatnosti sa hartijama od vrijednosti. Do kraja 2002. ukupno je podnešeno 19 zahtjeva nadležnim sudovima za brisanje iz registra djelatnosti poslova sa hartijama od vrijednosti. Komisija je od strane nadležnih sudova obaviještena da je izvršeno brisanje djelatnosti za «Vučjak» a.d Srpski Brod i «AT-Promet» d.o.o Teslić, "Bobar banku" a.d. Bijeljina i "Finhouse Group" a.d. Banja Luka. Ovi postupci su preduzeti jer se poslovima sa hartijama od vrijednosti pravna lica mogu baviti samo na osnovu ispunjenja zakonskih uslova i odobrenja Komisije.

U toku 2002. godine, na osnovu Plana redovnih i povremenih kontrola, Komisija je sprovela kontrolu emitentata hartija od vrijednosti i kontrolu poslovanja pravnih lica koja posluju sa hartijama od vrijednosti.

Kontrola emitentata od strane Komisije obuhvatala je ocjenu pravilnosti i zakonitosti postupka od odobrenja zahtjeva za emisiju do okončanja postupka emisije i njenog upisa u registarski sud i registre institucija tržišta kapitala. Istovremeno, vršena je kontrola namjenskog korištenja sredstava prikupljenih emisijom i njihove usklađenosti sa ciljevima investiranja, koji su javno objavljeni u prospektu. S obzirom da je tek u 2002. godini bio veći broj emitentata i da je prošao početni period savladavanja ovog složenog posla od strane emitentata, Komisija je u zadnjem kvartalu izvještajne godine sačinila program kontrole onih emitentata za koje je prilikom odobravanja emisije, obzirom na specifičnosti pojedinih slučajeva, zaključila da treba izvršiti istu. Po tom programu, do sada je u potpunosti završena kontrola emitentata "Veselin Masleša" a.d Banja Luka, sa pozitivnim nalazom, a u toku su kontrole za još tri emitentata.

Cilj kontrola ovlaštenih učesnika bila je ocjena usklađenosti poslovnih aktivnosti ovlaštenih učesnika sa Zakonom o hartijama od vrijednosti i propisima Komisije:

- kontrola ispunjenosti uslova za osnivanje i usaglašenost akata sa aktima priloženim uz zahtjev za dobijanje dozvole za osnivanje,
- poštivanje pravila i procedura berzanskog poslovanja,



- način vođenja propisane dokumentacije-evidencije.

Izvršena kontrola Centralnog registra hartija od vrijednosti pokazala je da u pogledu registracije hartija od vrijednosti i emitenata, otvaranja računa, obračuna, prenosa i poravnanja ne postoje nepravilnosti.

Banjalučka berza hartija od vrijednosti je, na osnovu nalaza izvršenih kontrola, ispunjavala sve propisane uslove za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti za koje je dobila dozvolu od strane Komisije. U kontroli poslovanja je ustanovljeno da je berza poslovala u skladu sa zakonom i propisima Komisije.

Pri planiranju kontrola preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti Komisija se opredjelila da izvrši kontrolu onih brokerskih kuća koje su imale značajniju aktivnost u trgovanju. U toku izvještajne godine, izvršene su kontrole slijedećih preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti:

1. Nova banka a.d. Bijeljina
Filijala za poslovanje sa hov "Broker nova"
2. Razvojna banka a.d. Banja Luka
Odjeljenje za poslovanje sa hov
3. VB banka a.d. Banja Luka
Poslovna jedinica za poslovanje sa hov "VB broker"
4. Zepter Komerc banka a.d. Banja Luka
Odjeljenje za poslovanje sa hov

Prilikom kontrola ovih preduzeća za poslovanje sa sa hartijama od vrijednosti Komisija je uočila slijedeće činjenice vezane za njihovo poslovanje:

- da ispunjavaju uslove u pogledu tehničke i organizacione osposobljenosti,
- da u pogledu kadrovske osposobljenosti postoje određeni problemi u vezi postojanja privremenih dozvola za rad,
- da nalozi za trgovinu akcijama nisu sadržavali sve obavezne elemente predviđene članom 16. Pravilnika o poslovanju berzanskog posrednika,
- da su postojali određeni problemi u redosljedu izvršenja naloga kao rezultat jednog broja netačnih JMBG na računima vlasnika akcija u Centralnom registru,
- da postoje veliki broj transakcija na berzi koje su rezultat naloga po osnovu punomoći, gdje se jedno lice javlja kao punomoćnik velikog broja prodavaca, dok se na strani kupovine javlja najčešće jedno lice.

Kao odgovor na uočene nepravilnosti, Komisija je izdala rješenja sa nalogima za ispravljanje istih, što su preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti u predviđenom roku i učinila.

2.8 Registri i evidencije Komisije

U skladu sa zakonom i ostalim propisima Komisija je obavezna da vodi odgovarajuće registre.

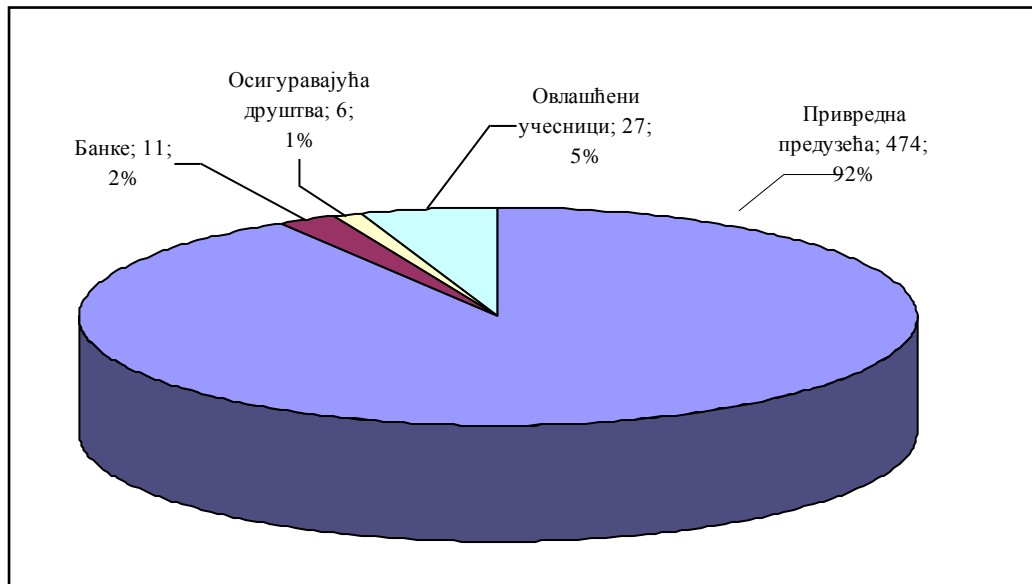


Tabela 9. Pregled registara Komisije i broja upisa

Naziv registra	Broj upisa	
	2002.	Ukupno
• Registar emitenata	338	518
Od toga:		
– Preduzeća	307	474
– Banke	9	11
– Osiguravajuća društva	5	6
– Ovlašteni učesnici	17	27
• Registar društava za upravljanje privatizacionim investicionim fondovima	-	13
• Registar privatizacionih investicionih fondova	13	13
• Registar pravnih lica ovlaštenih za poslovanje sa hartijama od vrijednosti	1	10
• Registar izdatih uvjerenja o položenom stručnom ispitu za sticanje zvanja broker	9	31
• Registar izdatih uvjerenja o položenom stručnom ispitu za sticanje zvanja investicioni menadžer	28	53
• Registar izdatih dozvola za obavljanje poslova brokera	5	10
• Registar izdatih dozvola za obavljanje poslova investicionog menadžera	10	18

Od navedenih registara potrebno je istaknuti značaj Registra emitenata, koji pored osnovnih podataka o emitentu, izvršenim emisijama i osnovnom kapitalu, sadrži izvještaje o poslovanju kao priloge. Na ovaj način, pored podataka potrebnih za odobravanje zahtjeva za emisiju, postoje podaci značajni za analizu i sagledavanje stanja na tržištu kapitala.

Slika 3. Pregled emitenata upisanih u Registar emitenata prema djelatnosti



Najveći broj upisa u Registar emitenata kod Komisije bilo je od strane privrednih preduzeća (474 preduzeća ili 92%), što je i očekivano imajući u vidu činjenicu da su to preduzeća iz procesa vaučerske privatizacije.

Obaveza je svih preduzeća iz postupka privatizacije, organizovanih kao akcionarska društva da se, nakon registracije svog statusa i osnovnog kapitala u sudskom registru, registruju u Registru emitenata, a nakon toga u Centralnom registru hartija od vrijednosti. Time se stvaraju osnovni uslovi za promet akcija i upis svih promjena po osnovu vlasništva iz akcija kao rezultat trgovanja.

2.9 Edukativne aktivnosti i licenciranje ovlaštenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti

Komisija je u 2002. godini organizovala nastavu i polaganje ispita za sticanje zvanja brokera i investicionih menadžera.

U skladu sa propisima Komisija je definisala program obuke, na kome su kao predavači učestvovali domaći i međunarodni stručnjaci, uključujući i univerzitetske profesore sa fakulteta u Banjaluci, Srpskom Sarajevu i Beogradu.

Prgram obuke za sticanje zvanja investicionog menadžera i brokera održan je od 08 – 12.10.2002. godine u Banjoj Luci, sa ukupno 12 polaznika za zvanje investicionog menadžera i 7 polaznika za zvanje brokera.

U skladu sa svojim ovlaštenjima Komisija je u 2002. godini organizovala polaganje ispita za sticanje stručnih zvanja:

1. Investicioni menadžer

Broj održanih ispita: 3 (13.03, 01.10. i 17.12.)

Broj lica koja su pristupila polaganju ispita : 49

Broj lica koja su položili ispit: 27

2. Broker



Broj održanih ispita: 2 (13.03. i 17.12.)
Broj lica koja su pristupila polaganju ispita: 14
Broj lica koja su položili ispit: 9

Ovaj vid edukacije pokazao se u protekloj godini, kao i ranije, veoma korisnim s obzirom da se radi o novim poslovima i stručnim znanjima. Uočeni problemi i nedostaci i kod drugih poslova sa hartijama od vrijednosti, kao što su emisija hartija od vrijednosti, obavljanje ovih poslova od strane fizičkih lica kao samostalne djelatnosti i drugih pravnih lica koja ne spadaju u ovlaštene učesnike, ukazala je na potrebu da se edukacijom obuhvate i druge kategorije učesnika. To se, prije svega, odnosi na menadžment u preduzećima organizovanim kao akcionarska društva, te na akcionare i njihove udruženja.

2.10 Saradnja sa domaćim i stranim srodnim institucijama

U 2002. godini Komisija je nastavila saradnju sa Ministarstvom finansija i Ministarstvom industrije i tehnologije u vezi razmatranja aktuelnih problema od zajedničkog interesa, kao što su računovodstvo i registracija privatizacionih investicionih fondova, status i reorganizacija osiguravajućih društava, privatizacija državnog kapitala prodajom na berzi.

Komisija je saradivala sa Savezom računovođa i revizora Republike Srpske u izradi propisa koji regulišu računovodstvo privatizacionih investicionih fondova i u edukaciji kadrova koji ove poslove obavljaju u fondovima, odnosno društvima za upravljanje.

U izvještajnoj godini nastavljena je saradnja sa Komisijom za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine i Saveznom komisijom za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište SR Jugoslavije.

Komisija je 2001. godini učlanjena u IOSCO (Međunarodna asocijacija za hartije od vrijednosti), što je doprinijelo afirmaciji Republike Srpske u međunarodnim finansijskim krugovima. IOSCO je organizacija koja uključuje institucije koje regulišu i nadziru tržište hartija od vrijednosti iz cijelog svijeta. Od izuzetnog značaja je rad ove institucije u uspostavljanju međunarodnih standarda regulative i kontrole, kao i definisanja zajedničkih osnova za saradnju zemalja članica.

Komisija je učestvovala u aktivnostima ove međunarodne organizacije. To se prije svega odnosi na prisustvovanje i učešće na godišnjoj konferenciji ove asocijacije, održane u maju 2002. godine u Istanbulu. Kao član IOSCO Komisija je redovno učestvovala u radu Regionalnog komiteta za Evropu i Komiteta zemalja tržišta u razvoju, što je omogućilo razmjenu iskustava i komparaciju našeg stanja i prakse sa dostignutim u tim regijama. Takođe, ostvarena je saradnja i sa pojedinim zemljama članicama IOSCO na specifičnim pitanjima od bilateralnog interesa.

Komisija je nastavila saradnju sa Beogradskom i Ljubljanskom berzom hartija od vrijednosti.

Članovi i zaposleni u Komisiji učestvovali su na nekoliko međunarodnih okruglih stolova i seminara:

- Okrugli stolovi o korporativnom upravljanju u organizaciji OECD-a u Istanbulu i Zagrebu,



- Godišnji sastanak punopravnih i pridruženih članova CEECSDA u Budimpešti,
- Seminar u organizaciji SEC (Securities and Exchange Commission) na temu kontrola i nadzor poslovanja učesnika na tržištu kapitala,
- Savjetovanje o finansijskim tržištima u Miločeru (sa izlaganjem radova od strane članova Komisije),
- Seminar o korporativnom upravljanju u Dubrovniku (sa izlaganjem radova od strane članova Komisije).

Od svog osnivanja Komisija je imala kontinuiranu saradnju sa Agencijom za međunarodni razvoj Vlade SAD (USAID) i sa Odjeljenjem za međunarodni razvoj Vlade Velike Britanije (DFID). Ove organizacije su pružile ekspertnu pomoć Komisiji oko uspostavljanja Berze i Centralnog registra. Pored toga, zahvaljujući njihovim donacijama obezbjeđena je i posebna edukacija članova Komisije i većine zaposlenih stručnih saradnika. Uspostavljanjem institucija tržišta kapitala u Republici Srpskoj, ova saradnja je ispunila svoj cilj, sa čime je i okončana.

2.11 Informisanje javnosti o aktivnostima Komisije

Komisija je u izvještajnom periodu informisala javnost o svom radu, institucijama i učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti, te stanju na tržištu kapitala u Republici Srpskoj, putem:

- izdavanja Biltena Komisije, u kome su sadržani Izvještaj o radu Komisije, izvod iz Programa rada za narednu godinu, stavovi i mišljenja Komisije te spiskove licenciranih investicionih menadžera i brokera,
- objavljivanja rješenja i dozvola Komisije u “Službenom glasniku Republike Srpske”,
- javnih saopštenja u vezi aktivnosti Komisije i aktuelnih dešavanja na tržištu hartija od vrijednosti, ostvarujući saradnju sa medijima - štampa, RTV stanice i dr.
- kreiranja i dnevnog osvježavanja Web stranice Komisije www.khov-rs.org, na kojoj se nalaze podaci o Komisiji, njenim aktivnostima, mišljenjima i stavovima, te ovlaštenim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti.

3. STANJE I PRAVCI RAZVOJA TRŽIŠTA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI U REPUBLICI SRPSKOJ

Iz Izvještaja o radu Komisije za 2002. godinu mogu se sagledati osnovne karakteristike sadašnjeg stanja i pravci razvoja tržišta hartija od vrijednosti u Republici Srpskoj. Kao prvo, može se konstatovati da je zaokružen normativno-pravni okvir za funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti. To je omogućilo uspostavljanje institucionalne infrastrukture. U sadašnjem trenutku, u potpunosti su osposobljene sve potrebne institucije za funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti:

- Komisija za hartije od vrijednosti,
- Banjalučka berza hartija od vrijednosti,
- Centralni registar hartija od vrijednosti,



- Privatizacioni investicioni fondovi i društva za upravljanje privatizacionim investicionim fondovima,
- Preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti (brokerske kuće).

Nadalje, završetkom vaučer ponude i upisom privatizovanih preduzeća kao akcionarskih društava u sudski registar, te registracijom akcija iz privatizacije u Centralnom registru, kreiran je prvi instrument na tržištu hartija od vrijednosti.

U svom dosadašnjem radu Komisija je, kroz sve aktivnosti koje je provodila, nastojala da obezbijedi pretpostavke za organizovan način trogovanja javno emitovanim hartijama od vrijednosti, a prije svega akcijama iz privatizacije. To podrazumijeva da se kroz fer trgovinu, koja pretpostavlja jednak pristup i tretman svih učesnika i na strani ponude i na strani tražnje, izgradi povjerenje investitora u institucije i mehanizme tržišta kapitala u Republici Srpskoj. Jedino se na ovaj način može obezbijediti primjena osnovnih međunarodnih principa i standarda na finansijskim tržištima, kao što su:

- zaštita investitora,
- obezbjeđenje fer, efikasnog i transparentnog tržišta i
- smanjenje sistemskog rizika ulaganja u hartije od vrijednosti.

3.1 Proces privatizacije

Jedan od ciljeva definisanih u Strategiji privatizacije državnog kapitala u Republici Srpskoj iz 1998. godine jeste razvoj likvidnog i efikasnog tržišta kapitala. Iskustva zemalja u tranziciji pokazuju da je osnovna pretpostavka za uspostavljanje i razvoj tog tržišta efikasno provođenje procesa privatizacije.

Iako je vaučer ponuda u smislu ulaganja završena 15. marta 2001. godine, konačni obračun rezultata vaučer ponude uključujući i privatizacione investicione fondove izvršen je u novembru 2001. godine. Preduzeća iz vaučere ponude, prema postojećim zakonskim propisima, obavezna su promjenu oblika organizovanja u akcionarska društva upisati u sudski registar nadležnog suda. Nakon toga, slijedi obaveza upisa u Registar emitenata kod Komisije, a zatim u Centralni registar hartija od vrijednosti. Sve ovo su zakonske pretpostavke da sa akcijama iz privatizacije može organizovano trgovati na Banjalučkoj berzi hartija od vrijednosti.

Za nesmetanu i organizovanu trgovinu hartijama od vrijednosti, uključujući i akcije iz procesa privatizacije, potrebna je sigurna i tačna evidencija svih hartija i njihovih vlasnika, što treba da obezbijedi Centralni registar hartija od vrijednosti. Centralni registar predstavlja veoma bitnu instituciju za funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti, u kojoj se vodi evidencija o strukturi vlasništva (kod akcionarskih društava u vidu knjige akcionara), odnosno jedinstvena baza podataka o hartijama od vrijednosti, njihovim vlasnicima i emitentima, kao i transakcijama sa hartijama od vrijednosti.

Do kraja 2002. godine u Centralnom registru registrovane su akcije 379 preduzeća iz procesa privatizacije. Imajući u vidu činjenicu da je 830 preduzeće učestvovalo u procesu masovne vaučerske privatizacije, može se konstatovati da je do sada svega 46% preduzeća registrovalo akcije u Centralnom registru, i da takva dinamika nije zadovoljavajuća. Iz ovoga proizilazi da za većinu preduzeća iz vaučer ponude, proces privatizacije nije okončan, jer



vlasnici koji su stekli akcije u postupku privatizacije nisu u mogućnosti da ostvaruju svoja prava iz akcija. Ovo ima za posljedicu mali obim prometa i broj transakcija na Banjalučkoj berzi.

Poseban problem predstavlja kašnjenje u promjeni oblika organizovanja strateških preduzeća u akcionarska društva (korporatizacija) i njihovog upisa u Centralni registar. Ovi procesi su započeti tek u decembru 2002. godine i još nisu okončani. To ima za posljedicu da građani ili fondovi koji su ulagali vaučere u ova preduzeća ne mogu ostvariti svoja vlasnička prava iz akcija. Istovremeno, predstavnici državnog kapitala koriste sva upravljačka i druga vlasnička prava bez obzira na stvarnu strukturu vlasništva u tim preduzećima.

Ovaj proces je trebao biti ubrzan odredbama noveliranog Zakona o privatizaciji državnog kapitala u preduzećima, koji je stupio na snagu 16. oktobra 2002. godine, prema kome se korporatizacija ovih preduzeća obavezno morala izvršiti u roku od 90 dana od dana stupanja na snagu ovog Zakona. Očigledno je da zakonske odredbe sa aspekta vremenskih rokova nisu ispoštovane.

Izmjenama i dopunama Zakona o privatizaciji državnog kapitala u preduzećima, definisan je novi metod privatizacije putem prodaje državnog kapitala na berzi i drugim uređenim javnim tržištima. Prednosti ovog metoda prodaje su:

- mogućnost ostvarenja povoljnije prodajne cijene,
- povećana javnost cijelog procesa i eliminisanje prigovora o dogovorenim cijenama na licitaciji,
- doprinos daljem razvoju organizovanog tržišta kapitala i bržem uključivanju u regionalne integracione tokove, što istovremeno jača povjerenje investitora, posebno stranih.

Zakonom je propisano da Vlada treba donijeti pravila kojima će biti uređen postupak iznošenja državnog kapitala na berzu. Zbog kašnjenja u donošenju ovih pravila djelimično je zaustavljen proces privatizacije za ona preduzeća koja su se našla u režimu primjene ove metode.

U ovoj fazi procesa tranzicije u Republici Srpskoj izražen je problem korporativnog upravljanja u privatizovanim preduzećima. Ovakvo stanje je posljedica široko disperziranog vlasništva po osnovu masovne vaučerske privatizacije. Pored toga, kod većeg broja preduzeća iz vaučer ponude, a koja nisu iz grupe strateških, u državnom vlasništvu je još uvijek značajan paket akcija. Stoga je potrebno ubrzati aktivnosti na donošenju Zakona o akcijskom fondu, kojim bi se institucionalno riješio problem upravljanja neprivatizovanim državnim kapitalom. Takođe, očigledno je da se kasni sa donošenjem Zakona o fondu za restituciju, čija upravljačka prava sada vrši Vlada putem svojih predstavnika.

3.2 Trgovanje hartijama od vrijednosti

Prema odredbama Zakona o hartijama od vrijednosti cjelokupno trgovanje javno emitovanim hartijama od vrijednosti, a time i akcijama iz procesa privatizacije, obavlja se na berzi ili drugim uređenim javnim tržištima isključivo preko ovlaštenih učesnika.

Banjalučka berza hartija od vrijednosti predstavlja mjesto na kojem se obavlja organizovano trgovanje hartijama od vrijednosti. U skladu sa propisima, na berzi trguju



članovi berze, odnosno preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti (brokerske kuće), u svoje ime i za svoj račun ili po nalogu klijenta za svoje ime i za račun klijenta. Banjalučka berza ima osam članova, a aukcije se održavaju jednom sedmično. Berzanski sistem trgovanja je automatizovan i na njega su povezani svi članovi berze putem svojih računarskih sistema, preko kojih u realnom vremenu unose naloge za trgovinu. Rezultati trgovine sa kursnom listom berza objavljuje u dnevnim novinama i putem svog Web sajta www.blberza.com. Poslove obračuna i poravnanja dugovanja i potraživanja između brokerskih kuća po osnovu trgovanja hartijama od vrijednosti obavlja Centralni registar hartija od vrijednosti.

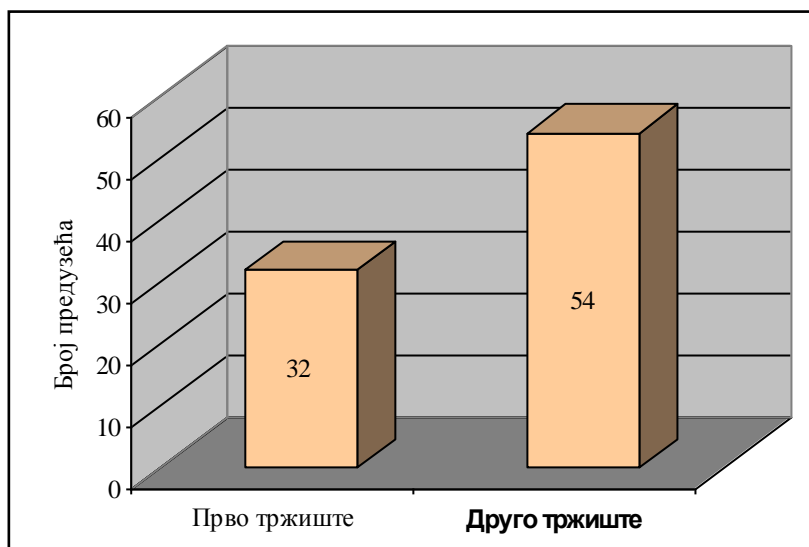
Akcijama iz privatizacije trguje se na Banjalučkoj berzi metodom periodičnih aukcija. U Pravilima banjalučke berze predviđeno je uspostavljanje posebnog tržišnog segmenta za ovu vrstu hartija od vrijednosti, tzv. slobodno tržište. Kao što je već spomenuto, u vaučer ponudi (kao jednoj vrsti javne ponude) učestvovalo je 830 preduzeća, a jedini kriterij za izbor je bila vrijednost državnog kapitala iznad 300.000 KM. Imajući u vidu zakonske odredbe da se sve akcije iz privatizacije smatraju javno emitovanim i da se njima organizovano trguje, postavlja se pitanje da li sva preduzeća iz vaučer ponude trebaju i dalje imati tretman društava sa javno emitovanim akcijama. U tom smislu je i slobodno berzansko tržište akcija iz privatizacije na Banjalučkoj berzi dodatno segmentirano na prvo i drugo tržište. Uslovi za uvrštavanje na prvo slobodno tržište su:

- ukupan kapital iznosi najmanje tri miliona KM,
- akcije u vlasništvu najmanje jednog investicionog fonda ili 100 akcionara.

Na taj način omogućena je podjela preduzeća iz privatizacije kao emitenata, a time i metoda organizovanog trgovanja njihovim akcijama. Pri tome su uslovi i kriteriji trgovine akcijama sa prvog tržišta strožiji nego akcijama sa drugog slobodnog tržišta.

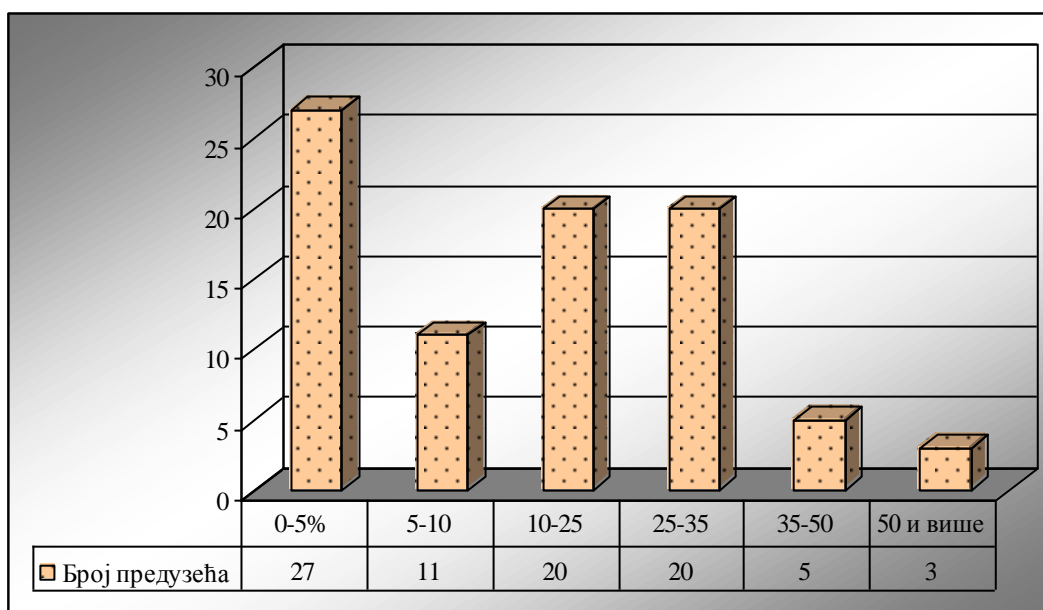
Na kraju 2002. godine, na Banjalučkoj berzi bile su uvrštene akcije 379 preduzeća iz postupka privatizacije, dok se trgovanje odvijalo akcijama 86 preduzeća.

Slika 4. Pregled broja preduzeća čijim akcijama se trgovalo na Banjalučkoj berzi



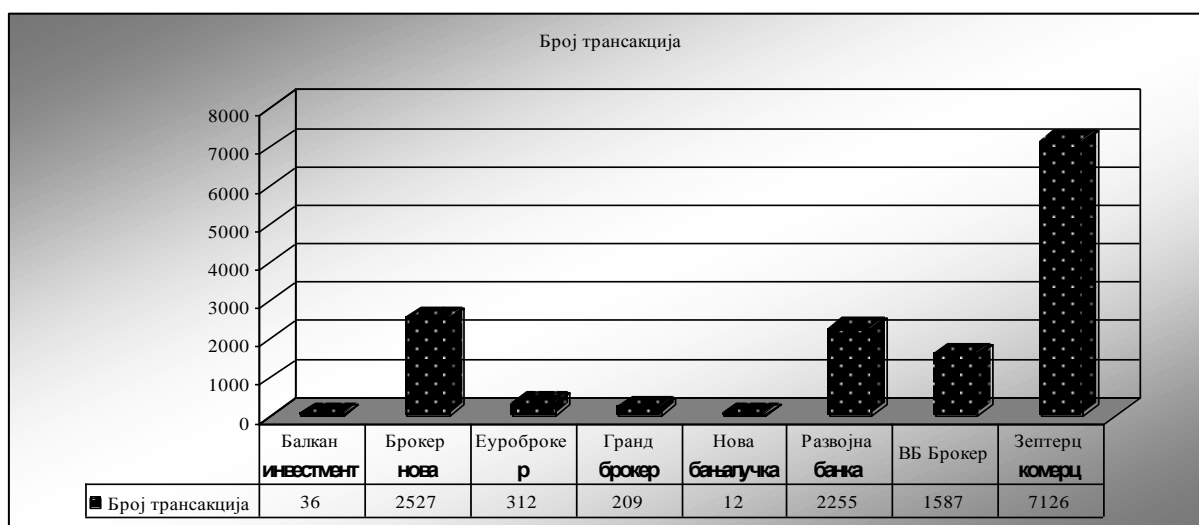


Slika 5. Pregled preduzeća prema odnosu broja prometovanih akcija na Banjalučkoj berzi i ukupnog broja emitovanih akcija



Može se uočiti da već postoji 28 preduzeća čijim akcijama se prometovalo preko 25% od ukupnog broja emitovanih akcija, a kako se u tim transakcijama gotovo isključivo radi o jednom kupcu, time su oni stekli značajan paket akcija. S ciljem da se zaštite mali akcionari u takvim slučajevima, donešen je Zakon o preuzimanju. Ovim Zakonom su definisani uslovi za obavezu davanje ponude za preuzimanje, te pravila i procedure pri njenom provođenju od strane sticaoca značajnog broja akcija s pravom glasa.

Slika 6. Pregled broja transakcija po brokerskim kućama na Banjalučkoj berzi



Iz grafičkog prikaza broja transakcija na Banjalučkoj berzi u 2002. godini vidljivo je da se po broju obavljenih transakcija izdvaja Zepter banka, čije je odjeljenje za poslovanje sa hartijama od vrijednosti Zepter Komerc Broker izvršilo najviše transakcija akcijama



privatizovanih preduzeća (7126 transakcija ili 50,7%), više nego sve ostale brokerske kuće zajedno. Pored Zepter banke, značajno učešće u trgovini akcijama na Banjalučkoj berzi imala su odjeljenja za poslovanje sa hartijama od vrijednosti “Nove banke” a.d. Bijeljina (2527 transakcija ili 18%), “Razvojne banke Jugoistočne Evrope” a.d. Banja Luka (2255 transakcija ili 16%) i “VB banke” a.d. Banja Luka (1587 transakcija ili 11,3%).

Unutar brokerskih kuća prometovano je 98,12% od ukupnog broja prometovanih akcija, a samo 1,88% prometa obavljeno je između brokerskih kuća, što se vidi iz narednog pregleda:

Tabela 10. Pregled prometa unutar i između brokerskih kuća

Brokerska kuća	Procenat od ukupne vrijednosti prometa		
	Unutar kuće	Druge brokerske kuće	Ukupno
Balkan investment broker	21,22	0,04	21,26
Eurobroker	2,43	0,62	3,05
Grand broker	0,27	0,01	0,27
Nova banjalučka banka broker	0,02	0,02	0,04
Broker nova	23,63	0,28	23,91
Razvojna banka broker	10,53	0,09	10,61
VB Broker	8,91	0,16	9,08
Zepter Komerc broker	31,11	0,66	31,78
Ukupno	98,12	1,88	100,00

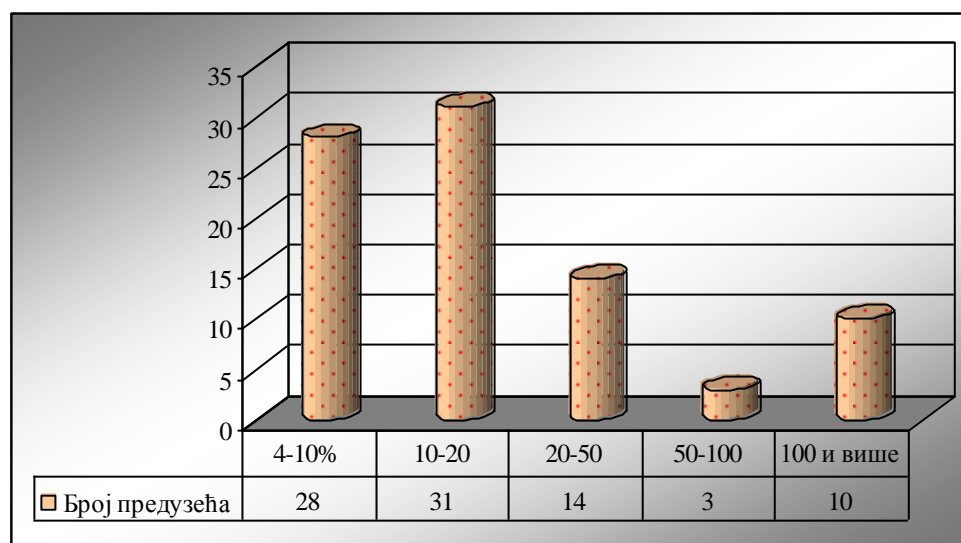
Zatvaranje prometa unutar brokerske kuće je pojava koja predstavlja opasnost za koncept organizovanog trgovanja, jer dovodi do formiranja sivog tržišta i kompromitovanja efekata vaučerske privatizacije. Naime, većina transakcija obavljenih na ovakav način su faktički već dogovorene prije berzanske aukcije, što nije smisao organizovanog trgovanja i dešava se na štetu manjinskih akcionara. Ovakve pojave su moguće, pored ostalog, zbog nedovoljne dubine, odnosno likvidnosti tržišta kašitala u Republici Srpskoj.

Do kraja 2002. godine na Banjalučkoj berzi ukupno je prometovano 29.831.405 akcija, odnosno ukupna vrijednosti prometa iznosi 6.989.170 KM. Tržišna kapitalizacija iznosi 88.006.429 KM.

Prosječna ponderisana cijena svih akcija kojima se trgovalo na Banjalučkoj berzi u toku 2002. godine bila je 30% u odnosu na njihovu nominalnu vrijednost.



Slika 7. Pregled preduzeća prema odnosu tržišne cijene i nominalne vrijednosti akcija, iskazano u procentima



Kod najvećeg broja preduzeća (31) cijene akcija su bile između 10 i 20% u odnosu na njihovu nominalnu vrijednost, kod 28 preduzeća cijene akcija su bile između 4 i 10%, dok je kod 10 preduzeća cijena akcija bila jednaka ili viša od njihove nominalne vrijednosti.

Iz svega navedenog proizilazi da se trgovanje akcijama iz privatizacije na Banjalučkoj berzi odvija u uslovima velike ponude akcija od strane malih akcionara koji su pri tome slabo informisani, s jedne strane i nedovoljne tražnje, s druge strane. Takav izrazito neravnotežni odnos ponude i tražnje, te informaciona asimetrija na štetu manjinskih akcionara, u pravilu, dovodi do nepovoljnih kretanja na tržištu kapitala. Dosadašnja iskustva u trgovanju akcijama na Banjalučkoj berzi pokazuju da su transakcije sa akcijama jednosmjernog karaktera, što znači da se istim akcijama trguje samo jednom, prvi kupac je istovremeno i poslednji kupac, koji želi da stekne značajno ili većinsko učešće u osnovnom kapitalu preduzeća.

3.3 Aktivnosti privatizacionih investicionih fondova

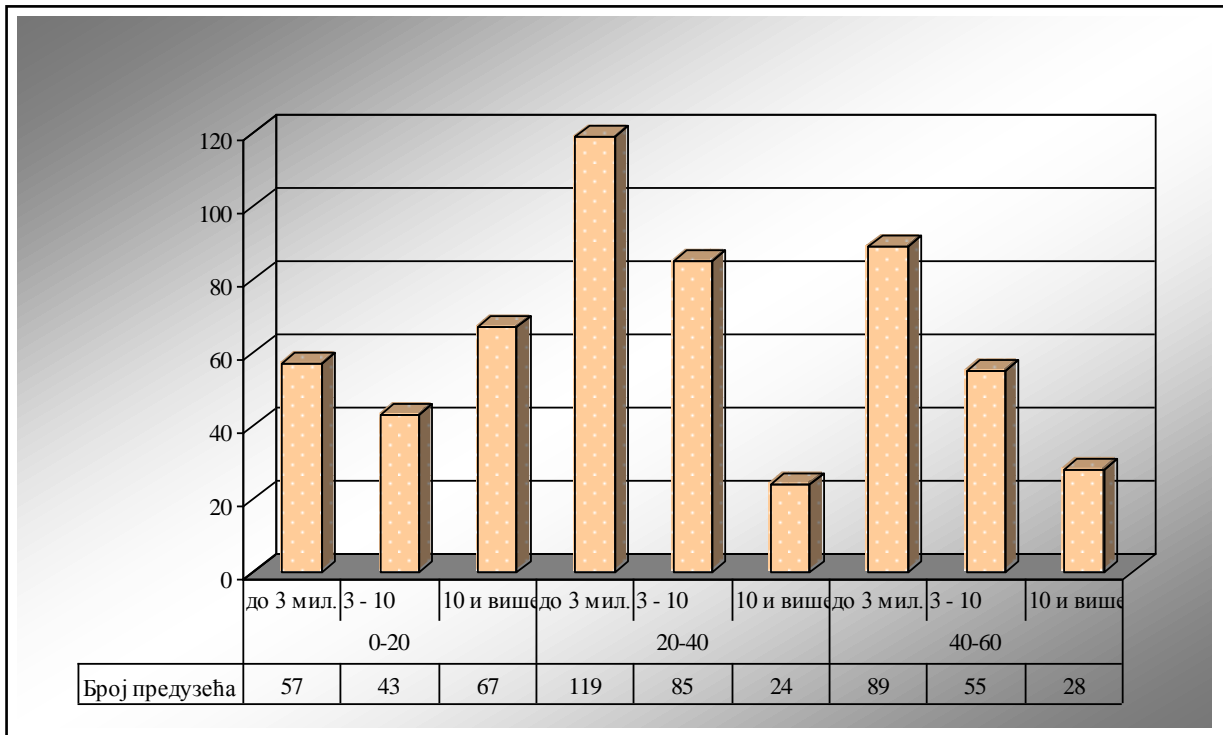
Model masovne vaučerske privatizacije primjenjen u Republici Srpskoj podrazumijevao je aktivno učešće privatizacionih investicionih fondova. Od ukupno emitovanih vaučera fondovi su prikupili čak 57%, a od ukupno uloženi vaučera u preduzeća u vaučer ponudi fondovi su učestvovali sa 67%. Iz ovog podatka očito je da su fondovi stekli značajno učešće u strukturi vlasništva privatizovanih preduzeća, pa su stoga i značajan činilac odvijanja procesa korporativnog upravljanja.

Kao što je iz prethodnog dijela Izvještaja vidljivo, fondovi su tek krajem 2002. godine okončali proces registracije, što znači da se prije toga nisu mogli baviti upravljanjem svojim portfeljom, niti su mogli biti aktivni u organizacionom ili finansijskom restrukturiranju pojedinačnih preduzeća. Njihove aktivnosti su 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 8. 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 preduzeća. Najvećim dijelom ulagali su u tzv. srednja preduzeća, odnosno ona čiji je osnovni kapital do 3 miliona KM (265 preduzeća). U najvećem broju preduzeća (228 ili 40% od ukupnog broja) fondovi imaju učešće u vlasničkoj strukturi između 20 i 40%, a od toga pretežno u preduzećima sa kapitalom do 3 miliona KM (119 preduzeća).

Početak intenzivnije trgovine akcijama privatizacionih investicionih fondova i akcijama iz njihovog portfelja očekuje se u martu 2003. godine. Ovo će biti novi tržišni materijal za trgovanje na Banjalučkoj berzi i realno je očekivati da će dati značajan doprinos povećanju obima trgovanja i likvidnosti tržišta hartija od vrijednosti u Republici Srpskoj.

Privatizacioni investicioni fondovi mogu očekivati poteškoće u pogledu mogućnosti i brzine restrukturiranja svoga portfelja, kako zbog malog i nelikvidnog tržišta hartija od vrijednosti, tako i zbog loših poslovnih rezultata preduzeća iz njihovog portfelja. Zbog toga će pitanje likvidnosti društava za upravljanje i fondova ubrzo postati aktuelno.



3.4 Pravci razvoja tržišta hartija od vrijednosti

Polazeći od sadašnjeg stanja tržišta kapitala, koje je prikazano u prethodnom dijelu Izvještaja, te opšteg privrednog stanja u Republici Srpskoj, razvoj tržišta kapitala zavisi od nekoliko faktora.

- ***Dinamika i efekti privatizacije državnog kapitala***

Proces privatizacije državnog kapitala u Republici Srpskoj nalazi se na prekretnici jer je završena vaučerska privatizacija. Međutim, prodaja državnog kapitala komercijalnim metodama nije dala planirane efekte. Stoga još uvijek nije privatizovano oko 52% državnog kapitala, koji je pretežno skoncentrisan u strateškim preduzećima. Dalji tok privatizacije se, pored ostalih ciljeva, treba staviti u funkciju razvoja tržišta kapitala. U tom smislu treba insistirati na primjeni odredbi noveliranog Zakona o privatizaciji državnog kapitala u preduzećima koje predviđaju prodaju državnog kapitala na berzi kao metodu privatizacije. Pozitivna iskustva zemalja iz našeg okruženja pokazuju da je ovaj način privatizacije dao značajan podstrek razvoju tržišta kapitala, a istovremeno je privukao investitore i povećao transparentnost cijelog procesa. S tim u vezi, potrebno je da Vlada RS što prije usvoji Pravila postupka iznošenja državnog kapitala na berzu i druga uređena javna tržišta. .

- ***Finansiranje preduzeća emisijom akcija***

U izvještajnoj godini je uočen značajan porast obima emisije akcija s ciljem povećanja osnovnog kapitala akcionarskih društava. To pokazuje da postoji zainteresovanost investitora da ulažu sredstva za sticanje vlasničkog udjela u društvu i da na taj način restrukturiraju postojeća preduzeća i učine ih produktivnijim i atraktivnijim na tržištu roba i usluga. Ovaj način povećanja finansijske osnove preduzeća je efikasniji i po pravilu povoljniji u odnosu na bankarske kredite. Istovremeno dolazi i do promjene vlasničke strukture, što ima za posljedicu i promjenu sastava uprave preduzeća u pravcu kvalitetnijeg i odgovornijeg menadžmenta. Za očekivati je da će ova vrsta ulaganja u narednom periodu imati tendenciju rasta. Interes stranih kupaca za ovu vrstu investicija može se povećati otklanjanjem preostalih barijera u zakonskoj regulativi, aktueliziranih u posljednje vrijeme od strane predstavnika Evropske Unije.

- ***Kreiranje novih tržišnih instrumenata***

Akcije preduzeća iz postupka privatizacije su u ovom trenutku jedini tržišni materijal u Republici Srpskoj, i to samo akcije onih preduzeća koja su prošla cijeli postupak korporatizacije, zaključno sa registracijom u Centralnom registru.

Dalji razvoj tržišta podrazumijevaju kreiranje novih tržišnih instrumenata, odnosno odgovarajućeg tržišnog materijala, koji privatizovanim preduzećima obezbjeđuju pribavljanje finansijskih sredstava na efikasan način i uz prihvatljivu cijenu, a istovremeno predstavljaju stimulanse za investitore u pogledu očekivanog prinosa na ulaganja, sigurnosti ulaganja i likvidnosti tržišnih instrumenata.

Istinski tržišni materijal, odnosno, kvalitetne, sigurne i za investitore atraktivne hartije od vrijednosti, će biti rezultat opredjeljenja emitenata, sa odgovarajućim rejtingom, da njihovom ponudom i prodajom prikupljaju nedostajuća finansijska sredstva. Očigledno je da



se u ranoj fazi tranzicije ukupnog privrednog i društvenog sistema ne može očekivati značajniji broj takvih emitenata i veća ponuda takvih hartija od vrijednosti. Napredak na tom planu je moguć tek nakon konsolidacije realnog sektora.

Posebno mogu biti interesantne državne obveznice i obveznice jedinica lokalne samouprave. U zemljama u tranziciji ove vrste obveznica su postale značajan tržišni materijal. One s jedne strane predstavljaju novi izvor sredstava za rješavanje nagomilanih komunalnih problema u opštinama i gradovima, dok s druge strane predstavljaju novi prostor za ulaganje sredstava od strane institucionalnih investitora, stranih kupaca, ali i građana. Moderni način eksploatacije objekata komunalne infrastrukture (ceste, mostovi, vodovodi, elektrane, parkirališta i sl) kroz adekvatne naknade čine ove investicije rentabilnim i sigurnim izvorom za isplatu glavnice i kamata po obveznicama. Imajući u vidu prenosivost obveznica, kao hartija od vrijednosti, one kao takve mogu biti atraktivan tržišni materijal. Pravni osnov za emisiju obveznica od strane jedinica lokalne samouprave postoji u Zakonu o hartijama od vrijednosti, ali je potrebno učiniti prvi korak i “probiti led” u ovoj oblasti, što je sad u nadležnosti potencijalnih emitenata. Pri tome i Komisija ima obavezu da inicira i pruži stručnu pomoć u realizaciji ovog segmenta.

Obveznice stare devizne štednje takođe mogu da predstavljaju novi tržišni instrument u ovoj fazi i značajan podstrek razvoju tržišta kapitala u Republici Srpskoj. Tim prije što već postoje određene mogućnosti korištenja stare devizne štednje kroz privatizaciju preduzeća i stanova, ali istovremeno nisu stvoreni uslovi njihovog organizovanog prometa. Organizovana trgovina pravima po osnovu stare devizne štednje bi imala višestruke pozitivne efekte u finansijskom sistemu RS.

- ***Reforma penzijskog osiguranja***

Reforma sistema penzijskog osiguranja se nameće kao imperativ u narednom periodu iz nekoliko razloga. Postojeći sistem penzijskog osiguranja je u dubokoj krizi, jer se izvori za tekuće finansiranje ne mogu obezbijediti u potrebnom obimu, što se, dugoročno posmatrano, samo može pogoršavati zbog demografskog pritiska starije populacije. Kroz privatizaciju, prenosom 10% akcija u preduzećima na Fond PIO, izvršena je inicijalna kapitalizacija, ali njihovi efekti mogu biti devalvirani ako se bude odugovlačilo sa radikalnom reformom.

Pri tome treba imati u vidu da sama reforma penzijskog sistema neće dati željene rezultate, bez stvaranja odgovarajućih domaćih finansijskih instrumenata, u koje će se ulagati prikupljena sredstva građana – penzijskih osiguranika. Iskustva zemalja u tranziciji, koja su sprovela ovu reformu, pokazuju da su penzijski fondovi, kao institucionalni investitori, dali značajan podstrek razvoju tržišta kapitala, ne samo kroz povećanu tražnju, i da je evidentan porast njihovog učešća na ovim tržištima.

- ***Formiranje Fonda za restituciju***

Imajući u vidu činjenicu da je Zakonom o privatizaciji državnog kapitala u preduzećima 5 % državnog kapitala preneseno na Fond za restituciju, a koji do sada, za više od četiri godine, nije formiran, postavlja se kao hitno pitanje donošenje zakona kojim bi se regulisalo osnivanje i funkcionisanje ovog fonda.

- ***Investicioni fondovi***



Investicioni fondovi kao institucionalni investitori predstavljaju značajne učesnike na tržištu kapitala. U našim uslovima oni sada djeluju kao privatizacioni investicioni fondovi. Svojim prisustvom na Banjalučkoj berzi ovi fondovi će povećati dinamiku trgovanja i obim prometa. Veoma je značajno da se fondovima omogući pristup što široj lepezi finansijskih instrumenata na domaćem i regionalnim tržištima, što će omogućiti njihov opstanak i transformaciju u fondove zatvorenog tipa.

- ***Unapređenje normativnog okvira***

Kao rezultat dosadašnjih aktivnosti Komisije u praćenju stanja na tržištu hartija od vrijednosti, kako u Republici Srpskoj, tako i u razvijenim i ostalim zemljama u tranziciji, a imajući u vidu principe IOSCO, standarde OECD i direktive Evropske Unije, Komisija je mišljenja da postoji potreba za izradu novog teksta Zakona o hartijama od vrijednosti. Potrebno je da se preciznije definiše pojam javnog akcionarskog društva, manipulacije i druge štetne radnje po funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti, odgovornosti i obaveze oblaštenih učesnika. Priprema i donošenje novog zakona treba da omogući stvaranje modernog tržišta hartija od vrednosti, odnosno da poveća njegovu transparentnost, detaljnije reguliše pravila javne prodaje hartija od vrednosti i unaprijedi zaštitu investitora.

- ***Regionalne integracije***

Nesporna je činjenica da je tržište hartija od vrijednosti Republike Srpske skromnog potencijala, i da se zbog toga postavlja pitanje ne samo njegovog daljeg razvoja, nego i održanja. To je problem sa kojim se suočavaju skoro sve zemlje sa prostora bivše Jugoslavije. Jedan od načina prevazilaženja ovog problema predstavlja regionalno povezivanje, koje bi za finansijska tržišta otvorilo prostor slobodnog protoka finansijskih informacija i kapitala. Takve inicijative već postoje i njihova realizacija je počela u okviru berzanskog povezivanja sa aspekta razmjene informacija.

- ***Makroekonomska stabilizacija i ekonomske reforme***

Sve prethodno navedeno o razvoju tržišta hartija od vrijednosti treba staviti u kontekst daljeg unapređenja makroekonomske stabilnosti Republike Srpske i nastavka započetih reformi, čime će se stvoriti ambijent privlačan za domaće i strane investitore. Treba imati u vidu da tržište kapitala nije samo sebi cilj već treba da bude u funkciji privrednog razvoja i stvaranja ambijenta pogodnog za ulaganja svih investitora, a u našim uslovima nedostatka kapitala, posebno stranih investitora.

* * *

Izvrještaj je usvojen na 75. sjednici Komisije održanoj 30.01.2003. godine.



SADRŽAJ:

UVOD.....	1
1. OSNOVNI PODACI O KOMISIJI	1
1.1 Osnivanje, pravni status i nadležnosti Komisije	1
1.2 Imenovanje članova i sastav Komisije.....	2
1.3 Organizaciona struktura Komisije	3
2. AKTIVNOSTI KOMISIJE U 2002. GODINI	4
2.2 Pregled aktivnosti.....	4
2.3 Unapređenje normativno-pravnog okvira za funkcioniranje tržišta hartija od vrijednosti	5
2.3.1 Učešće Komisije pri izradi izmjena i dopuna zakonskih propisa	5
2.3.2 Pravna regulativa iz nadležnosti Komisije	6
2.4 Emisija hartija od vrijednosti	10
2.5 Privatizacioni investicioni fondovi	14
2.6 Ovlašteni učesnici na tržištu hartija od vrijednosti	16
2.7 Nadzor nad ovlaštenim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti	18
2.8 Registri i evidencije Komisije.....	20
2.9 Edukativne aktivnosti i licenciranje ovlaštenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti	22
2.10 Saradnja sa domaćim i stranim srodnim institucijama.....	23
2.11 Informisanje javnosti o aktivnostima Komisije	24
3. STANJE I PRAVCI RAZVOJA TRŽIŠTA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI U REPUBLICI SRPSKOJ	24
3.1 Proces privatizacije	25
3.2 Trgovanje hartijama od vrijednosti	26
3.3 Aktivnosti privatizacionih investicionih fondova	30
3.4 Pravci razvoja tržišta hartija od vrijednosti	32
