

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

KAPITALSKI TRG REPUBLIKE SRBSKE

Ljubljana, maj 2007

BOJAN IVANC

IZJAVA

Študent Bojan Ivanc izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Boštjana Jazbeca, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 14.5.2007

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

1. UVOD.....	1
2. TRGOVALNA REGULATIVA.....	2
2.1. ZAKONI	2
2.1.1. ZAKON O PODJETJIH.....	2
2.1.2. ZAKON O VREDNOSTNIH PAPIRJIH	2
2.1.3. ZAKON O TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV	3
2.1.4. ZAKON O PREVZEMIH	3
2.2. INSTITUCIJE ORGANIZIRANEGA TRGA KAPITALA	3
2.2.1. AGENCIJA ZA TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV.....	3
2.2.2. CENTRALNI REGISTER VREDNOSTNIH PAPIRJEV	4
2.2.2.1. ZAKON O CENTRALNEM REGISTRU	4
2.2.2.2. LASTNIŠKA STRUKTURA CENTRALNEGA REGISTRA.....	5
2.2.2.3. STATISTIKA CENTRALNEGA REGISTRA.....	6
2.2.3. BANJALUŠKA BORZA.....	7
2.2.3.1. STRATEGIJA IN CILJI BANJALUŠKE BORZE.....	7
2.2.3.2. ČLANI BORZE	8
2.2.3.3. LASTNIŠKA STRUKTURA BORZE.....	10
2.2.3.4. NAČIN TRGOVANJA	10
2.2.3.4.1. KONTINUIRAN NAČIN	11
2.2.3.4.2. METODA PONAVLJUJOČIH AVKCIJ S PREVLAJUJOČO CENO	11
2.2.3.4.3. POSLI V SVEŽNJU	12
2.2.3.4.4. VRSTE NALOGOV	12
2.2.3.5. TRŽNI SEGMENTI.....	13
2.2.3.5.1. BORZNA KOTACIJA	14
2.2.3.5.2. PROSTI TRG.....	14
2.2.3.5.3. VREDNOSTNI PAPIRJI IZ BRČKO DISTRIKTA	14
2.2.3.6. OBRAČUN IN PORAVNAVA.....	15
2.2.3.7. STROŠKI TRGOVANJA	15
2.2.3.7.1. PROVIZIJA BORZE	15
2.2.3.7.2. PROVIZIJA CENTRALNEGA REGISTRA	15
2.2.3.7.3. PROVIZIJA POSREDNIKA	16
2.2.3.7.4. STROŠEK UVRSTITVE NA BORZO	16
2.2.3.7.5. DAVEK NA KAPITALSKI DOBIČEK	16
2.2.3.8. SLEDENJE TRGOVANJU.....	16
2.2.3.9. MEDNARODNO SODELOVANJE.....	17
3. ANALIZA TRGOVANJA NA BANJALUŠKI BORZI.....	17
3.1. TRŽNA KAPITALIZACIJA	17
3.2. PROMET	18
3.3. INDEKSI.....	21
3.3.1. INDEKS BIRS.....	21
3.3.2. INDEKS FIRS.....	22
3.3.3. INDEKS ERS10	23
3.3.4. PRIMERJAVA INDEKSOV	24
4. BORZNI UDELEŽENCI.....	25
4.1. ODŠKODNINSKI SKLAD	25
4.2. POKOJNINSKI SKLAD.....	26
4.3. DRŽAVNI KAPITAL RS	27
4.4. PRIVATIZACIJSKI SKLADI – PIFI	28
4.4.1. STATISTIKA PIF-OV	30
4.5. DOMAČE IN TUJE PRAVNE IN FIZIČNE OSEBE.....	30
4.5.1. SKRBNIŠKE BANKE.....	31

5. PRIVATIZACIJA	32
5.1. ZAKON O PRIVATIZACIJI	32
5.2. DIREKCIJA ZA PRIVATIZACIJO	35
5.3. AVKCIJE NA BANJALUŠKI BORZI	37
5.4. PRIVATIZACIJSKA BILANCA IN NAČRTI	38
6. PRIHODNJI RAZVOJ	39
7. SKLEP	39
LITERATURA	41
VIRI	42
SLOVARČEK	
SEZNAM OKRAJŠAV	
PRILOGE	1

KAZALO TABEL

TABELA 1: ŠTEVILO VSEH UVRŠČENIH DRUŽB, DRUŽB V BORZNI KOTACIJI IN DRUŽB V KOTACIJI PIFOV NA ZADNJI DAN V LETU V OBDOBJU 2003-2006	6
TABELA 2: LETNE STATISTIKE	7
TABELA 3: PROMET ČLANOV BORZE V OBDOBJU OD 2003-2006 GLEDE NA CELOTEN PROMET	9
TABELA 4: ŠTEVILO ODPRTIH RAČUNOV STRANK PO BORZNIH ČLANIH NA DAN 31.12.2005	9
TABELA 5: LASTNIŠKA STRUKTURA BANJALUŠKE BORZE NA DAN 20.1.2007	10
TABELA 6: ŠTEVILO TRGOVALNIH DNI V OBDOBJU 2002-2006	10
TABELA 7: LETNO NADOMESTILO ZA KOTACIJO DELNIC NA BANJALUŠKI BORZI	16
TABELA 8: LETNO NADOMESTILO ZA KOTACIJO OBVEZNIC NA BANJALUŠKI BORZI	16
TABELA 9: TRŽNA KAPITALIZACIJA BANJALUŠKE BORZE NA ZADNJI DAN V LETU V OBDOBJU 2002- 2006	17
TABELA 10: DELEŽ TRŽNE KAPITALIZACIJE V BDP-JU	18
TABELA 11: DELEŽ PROMETA V BDP	21
TABELA 12: ŠTEVILO PRIVATIZIRANIH PODJETIJ GLEDE NA METODO PRIVATIZACIJE V RS DO 31.12.2006	37
TABELA 14: PRODANI PAKETI DELNIC IZ NASLOVA DRŽAVNEGA KAPITALA NA BANJALUŠKI BORZI PO METODI AVKCIJE V LETIH 2002-2006	38

KAZALO SLIK

SLIKA 1: LASTNIŠKA STRUKTURA CENTRALNEGA REGISTRA NA DAN 20.1.2007	6
SLIKA 2: PROMET NA BANJALUŠKI BORZI V OBDOBJU 2002-2006	18
SLIKA 3: VREDNOST PROMETA V MILIJONIH KM ZA OBDOBJE 2002-2006 GLEDE NA STRUKTURO	19
SLIKA 4: GIBANJE RELATIVNE STRUKTURE PROMETA V OBDOBJU 2002-2006	19
SLIKA 5: GIBANJE PROMETA PO TRŽNIH SEGMENTIH V OBDOBJU 2003-2006	20
SLIKA 6: GIBANJE INDEKSA BIRS OD USTANOVITVE DO 31.12.2006	22
SLIKA 7: GIBANJE INDEKSA FIRS OD USTANOVITVE DO 31.12.2006	23
SLIKA 8: GIBANJE INDEKSA ERS10 OD USTANOVITVE DO 31.12.2006	24
SLIKA 9: PRIMERJAVA VSEH TREH BANJALUŠKIH INDEKSOV V OBDOBJU OD 1.5.2004 DO 31.12.2006	25

SLIKA 10: STRUKTURA NAKUPOV NEREZIDENTOV NA BANJALUŠKI BORZI V LETU 2006 GLEDE NA POREKLO NEREZIDENTOV	31
---	----

1. UVOD

Učinkovito delovanje trga kapitala je zelo pomembno v procesu tranzicije. V tem smislu je bil eden od ključnih ciljev razvoja trga kapitala v *Republiki Srpski* (v nadaljevanju: *Republika Srbska - RS*), definiranje postopkov privatizacije in oblikovanje primernih nadzornih institucij. V tej fazi je imela *Komisija za hartije od vrednosti RS - KHOV* (v nadaljevanju: *Agencija za trg vrednostnih papirjev - ATVP*) posebno vlogo, saj je sodelovala pri izgradnji regulatornega pravnega okvira kot pobudnica oblikovanja posameznih institucij, pomembnih za učinkovito delovanje organiziranega trga kapitala. Vzpostavljanje trga kapitala lahko razumemo kot celoten niz aktivnosti, ki jih lahko strnemo v tri pomembnejše skupine:

- definiranje in oblikovanje normativno-pravnega okvira,
- oblikovanje osnovnih institucij,
- izobraževanje strokovnega kadra in izobraževanje širše javnosti o osnovnih principih delovanja tega dela finančnega trga.

Dosedanje aktivnosti so se odrazile v vzpostavitvi osnovne institucionalne infrastrukture trga kapitala:

- *Banjalučke berze hartija od vrednosti* (v nadaljevanju: *Banjaluške borze*), na kateri je organizirano elektronsko trgovanje z vsemi delnicami, ki so vpisani v *Centralni register hartija od vrednosti* (v nadaljevanju: *Centralni register*),
- ATVP-ja kot telesa z regulatornim in nadzornim značajem, ki izvaja nadzor nad izdajami, prometom z vrednostnimi papirji in izdajatelji, s posebno vlogo pri nadaljni dogradnji normativno-pravnega okvira v skladu z mednarodnimi standardi,
- Centralnega registra, ki vodi elektronsko bazo podatkov o vseh lastniških računih in računih izdajateljev, opravlja posle poravnave in saldiranja pri organiziranem trgovanju in depozitarne posle za *privatizzazione-investizione fondove* (v nadaljevanju: privatizacijsko-investicijske sklade - PIF-e).

V začetku diplomske naloge opisujem trgovalno regulativo, ki je razdeljena na obsežnejši podpoglavji o zakonih in institucijah organiziranega trga kapitala. Pri zakonih omenjam le tiste, ki so neposredno povezani z delovanjem trga vrednostnih papirjev, pri čemer naštevam le njihove bistvene lastnosti, ki so vplivale na razvoj trga kapitala. Pri institucijah podrobneje definiram ATVP, Centralni register in Banjaluško borzo. Kjer je smiselno, navajam tudi statistike, ki jih vodijo navedene institucije in zadevajo vrednostne papirje oziroma člane zadevnih institucij. Poglavje o Banjaluški borzi je med najobsežnejšimi in opisuje predvsem tehnična pravila o trgovanju in z njim povezanimi elementi.

Analiza trgovanja na Banjaluški borzi predstavlja osrednji del diplomske naloge. Na osnovi podatkov institucij organiziranega trga kapitala analiziram dosegljive pretekle podatke o tržni kapitalizaciji, prometu in indeksih.

Poglavje o borznih udeležencih je pomembno z vidika interpretacije temeljnih kazalcev organiziranega trga kapitala, ki so sicer analizirani v predhodnem poglavju. Tu nekoliko podrobneje opisujem vse tri paradržavne sklade in njihovo zakonsko regulativo. Temu sledi analiza PIF-ov, ki so zaenkrat najpasivnejši udeleženci v procesu trgovanja. Poglavje zaključujem z analizo preteklih podatkov o aktivnostih domačih in tujih pravnih in fizičnih oseb, ki predstavljajo bistven element za hiter razvoj trga.

Privatizacija je za trg kapitala v Banja Luki vsekakor pomenila primarni in do tedaj edini vir delnic. Določen odstotek podjetij je po opravljeni vavčerski privatizaciji ostal v lasti treh paradržavnih skladov, ki so pogosto enotni pri svojih odločitvah. Njihovo delovanje usmerja Direkcija za privatizacijo, ki državno premoženje prodaja po vrsti različnih metod. V zaključku navajam predviden prihodnji razvoj trga kapitala na osnovi najav institucij organiziranega trga kapitala za leto 2007.

2. TRGOVALNA REGULATIVA

2.1. ZAKONI

2.1.1. ZAKON O PODJETJIH

Zakon o preduzečima (v nadaljevanju: *Zakon o podjetjih*, 1998) je bil sprejet 15.7.1998 in je predstavljal prvi formalni korak k organizaciji kapitalskega trga. V zakonu so definirane oblike poslovnih združenj, zakon pa temelji na kontinentalnem pravu, ki je v uporabi tudi v Sloveniji. Zakon med drugim definira tudi delniške družbe, njihovo organizacijsko strukturo ter obveznosti delničarjev, uprave in nadzornega sveta. V petem delu so navedene kazenske odredbe, ki se lahko uporabijo v primeru, da poslovni subjekti ne spoštujejo temeljnih standardov poročanja in drugih zahtev zakona.

2.1.2. ZAKON O VREDNOSTNIH PAPIRJIH

Pomemben pravni korak do vzpostavitve organiziranega trga kapitala v RS je bil narejen 15.7.1998, ko je bil sprejet *Zakon o hartijama od vrijednosti* (v nadaljevanju: *Zakon o vrednostnih papirjih – ZVP*, 1998) skupaj z *Zakonom o Centralnom registru hartija od vrijednosti* (v nadaljevanju: *Zakon o Centralnem registru*, 1998). Zakona sta bila sprejeta v paketu zakonov o privatizaciji in jima ni bila posvečena zadostna pozornost. Do sedaj sta bila sprejeta dva popravka ZVP (1999, 2001), prečiščen tekst ZVP pa je bil sprejet 25.12.2001 (2002). Navedena zakona sta predstavljala osnovo za začetne aktivnosti pri oblikovanju podzakonskih aktov, osnovnih institucij trga kapitala (ATVP, Centralnega registra, borzno posredniških hiš, društev za upravljanja z investicijskimi skladi - DUF-ov, Banjaluške borze) kot tudi za izobraževanje večjega števila ljudi na finančnem trgu. ZVP (1998) med drugim nalaga obvezno dematerializacijo vseh vrednostnih papirjev, tudi delnic, ki niso izdane preko javne ponudbe.

2.1.3. ZAKON O TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Zakon o tržištu hartija o vrijednosti (v nadaljevanju: *Zakon o trgu vrednostnih papirjev-ZTVP*, 2006) je bil sprejet predvsem zaradi želje po izboljšanju preglednosti oziroma zmanjšanju števila podzakonskih aktov, kar naj bi vodilo do večje pritegnitve kapitala tujih investitorjev. V osnovi ZTVP nadomešča pravno regulativo nastalo z ZVP (2002), Zakonom o Centralnem registru (1998) in njunih številnih podzakonskih aktih. S tem zakonom naj bi se povečala varnost vlagateljev in povišala transparentnost. Donedavno obstoječe odredbe ZVP-ja in Zakona o Centralnem registru namreč niso bile v celoti usklajene s principi mednarodnega združenja ATVP-jev, IOSCO, katerega polnopravni član je ATVP od leta 2001.

2.1.4. ZAKON O PREVZEMIH

Zakon o preuzimanju akcionarskih društava (v nadaljevanju: *Zakon o prevzemih*, 2002) je bil sprejet 12.9.2002. Zakon določa pogoje in postopek za izdajo ponudbe za prevzem delniške družbe, pravice in obveznosti vseh udeležencev v postopku prevzema in nadzor ATVP-ja nad potekom postopkov.

Zakon v osnovi določa, da mora biti ponudba za prevzem javna in naj bi obsegala nakup vseh delnic z glasovalno pravico izdajatelja pod pogoji, ki jih določa zakon. Zakon predstavlja pomemben korak v smislu zaštite malih delničarjev, saj naj bi zahteval od prevzemnika, fizične ali domače tuje ali pravne osebe, upoštevanje načela nediskriminatornosti. V 4. členu navaja, da je delničar, ki preseže 25 odstotni delež delnic z glasovalnimi pravicami, obvezen objaviti ponudbo za prevzem. Oseba, ki po zaključeni ponudbi za prevzem ne doseže 75 % deleža vseh delnic, je dolžna ponovno objaviti ponudbo za prevzem, če želi na trgu dokupiti delnice.

Resnost prevzemnikove ponudbe je zagotovljena z izpolnjevanjem enega izmed pogojev:

- na poseben račun banke mora prevzemnik nakazati denarna sredstva v vrednosti vseh delnic, na katere se ponudba nanaša,
- prevzemnik mora z banko podpisati kreditno pogodbo z namero prevzema,
- prevzemnik mora priložiti bančno garancijo v korist delničarjev prevzetega podjetja.

2.2. INSTITUCIJE ORGANIZIRANEGA TRGA KAPITALA

2.2.1. AGENCIJA ZA TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV

ATVP je bila ustanovljena leta 2000 na podlagi ZVP-ja (1998). ATVP je po vzoru podobnih institucij v tržnih ekonomijah stalno in neodvisno telo, ki vrši regulacijo in nadzor nad izdajami in prometom javno izdanih vrednostnih papirjev.

Osnovni cilj ATPV je omogočanje delovanja in razvoja urejenega, pravičnega, odprtega in učinkovitega trga vrednostnih papirjev v RS. Na ta način naj bi se ustvarilo zaupanje v vse institucije in udeležence na trgu kapitala in zaščitilo interese vlagateljev. Tako so ATPV podana pomembna pooblastila v smislu regulacije pogojev in postopkov izdajanja vrednostnih papirjev, oblikovanja in delovanja pooblaščenih udeležencev na trgu kapitala, kot tudi v smislu nadzora zakonitosti izdaj, prometa z vrednostnimi papirji in poslovanja pooblaščenih udeležencev na kapitalskem trgu.

ATVP je obvezana, da na podlagi 87. člena ZVP-ja (2001) in 33. člena statuta ATPV (2002) predloži letno poročilo o svojem delu in stanju na trgu vrednostnih papirjev. Poročilo mora podati informacije Narodni skupščini RS in javnosti o aktivnostih, ki jih je ATPV opravila v okviru svojih zakonskih pooblastil in o stanju in smereh bodočega razvoja trga vrednostnih papirjev v RS. Člani ATPV imajo petletni mandat. 4.5.2000 je Narodna skupščina RS prvič imenovala člane ATPV (Narodna skupščina RS, 2006).

V letu 2006 je ATPV sprejela vrsto pomembnih ukrepov za učinkovitejše delovanje trga kapitala. V začetku februarja 2006 je sprejela Standarde upravljanja delniških družb, v septembru 2006 pa je stopil v veljavo Zakon o investicijskih skladih. Poleg tega so zaupanje v njeno delovanje dvignile prepovedi nezakonitih dokapitalizacij, s čimer je bil zaščiten interes malih delničarjev. Na osnovi ZTVP (2006) bo v letu 2007 več kot 20 delniških družb prisiljeno podati zahteve za uvrstitev delnic v borzno kotacijo, kar bo vodilo do širših investicijskih možnosti tudi za večje institucionalne investitorje iz tujine (Knezović, 2006).

2.2.2. CENTRALNI REGISTER VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Centralni register predstavlja pomemben del infrastrukture za delovanje trga kapitala. Pravni okvir za delo Centralnega registra je bil sprejet leta 1998 z Zakonom o Centralnem registru.

2.2.2.1. ZAKON O CENTRALNEM REGISTRU

Zakon o Centralnem registru je ustvaril osnovo za oblikovanje Centralnega registra kot ključne institucije za delovanje trga kapitala. Navedeni zakon je imel predvsem značaj ustanoviteljskega akta, tako, da je bil največji del dejavnosti reguliran s podzakonskimi akti Centralnega registra in ATPV.

Centralni register je osnovan kot delniška družba, katerega zakon določa namen, pravni status, organe ter dejavnost Centralnega registra. Zakon o Centralnem registru določa, da se lahko delnice Centralnega registra prenašajo le na osnovi odobritve ATPV. Delnice Centralnega registra lahko odkupijo pooblašчени sodelujoči na trgu vrednostnih papirjev, družbe za upravljanje s privatizacijskimi skladi ter druge pravne osebe. Vsi prihodki, ki jih

ustvari Centralni register, pripadajo proračunu RS. Osnovni kapital Centralnega registra znaša 100.000 KM in je razdeljen na 1000 delnic z nominalno vrednostjo 100 KM.

Dejavnosti Centralnega registra so:

- registracija in hramba vrednostnih papirjev oziroma podatkov o vrednostnih papirjih, njihovih lastnikih in vseh transakcijah, pri katerih se prenaša lastništvo,
- registracija in hramba podatkov, ki se nanašajo na definiranje lastništva in ostalih pravicah pri vrednostnih papirjev,
- vodenje računov izdajateljev in lastnikov vrednostnih papirjev ter izdaja potrdil o stanju in spremembah na teh računih,
- prenos, deponiranje, saldiranje in poravnava transakcij z vrednostnimi papirji,
- ostali posli registra, depozitarja in kliringa, ki jih predpisuje ATVP.

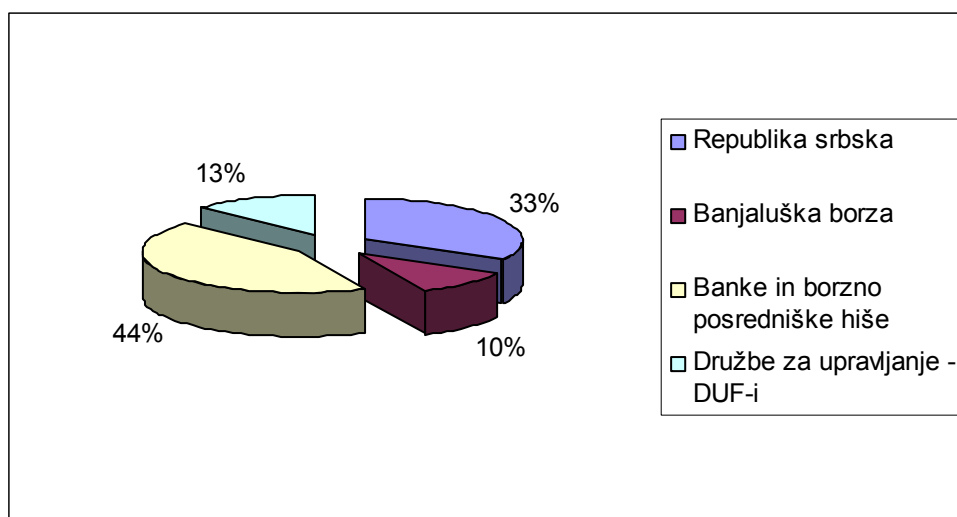
Centralni register vodi knjigo vseh delničarjev vrednostnih papirjev z območja RS. Najbolj ažurna delniška knjiga prvih desetih delničarjev je objavljena na spletnih straneh Centralnega registra na tedenski osnovi in sicer v formatih pdf in xls. V kolikor ima več delničarjev isti delež, je lahko objavljeno tudi večje število delničarjev.

Z imenovanjem članov začasnega upravnega odbora in vršilca dolžnosti direktorja Centralnega registra v decembru 2000, se je formalno začelo vzpostavljanje organiziranega trga kapitala. V obdobju od 26. februarja 2001 dalje, ko je bil formalno vzpostavljen institut Centralnega registra, so bile ustvarjene pravne predpostavke za registracijo Centralnega registra: ureditev osnovnega akta, statuta ter vpisa v sodni register. Hkrati so bili sprejeti podzakonski akti in pravila za reguliranje dela Centralnega registra, dne 29. novembra 2001 pa so bile podpisane prve pogodbe o registraciji vrednostnih papirjev.

2.2.2.2. LASTNIŠKA STRUKTURA CENTRALNEGA REGISTRA

Največji lastnik Centralnega registra na dan 31.12.2005 je bila s 62 odstotnim deležem RS. Banke in borzno posredniške hiše so obvladovale 18 odstotkov delnic, DUF-i pa 13 odstotkov. V sredini leta 2006 je ATVP privatizirala dodatnih 29 odstotnih točk državnega deleža, ki tako na dan 21.8.2006 znaša le še 33 odstotkov (Knezović, 2006a).

Slika 1: Lastniška struktura Centralnega registra na dan 20.1.2007



Vir: Centralni register, 2007.

Vseh 10 borzno posredniških hiš oziroma bank z dovoljenjem za delo na Banja luški borzi ima 4 odstotne deleže v lastniški strukturi Centralnega registra. 4 odstotni delež je od države odkupila tudi Pavlovič International Bank iz Bijeljine. Država je del 29 odstotnega deleža prodala Banja luški borzi, ki je tako povečala svoj delež s 7 na 10 odstotkov, preostali 26 odstotni delež pa so proporcionalno kupile banke in borzno posredniške hiše, ki so povečale svoje lastniške deleže z 18 na 44 odstotkov.

2.2.2.3. STATISTIKA CENTRALNEGA REGISTRA

Tabela 1: Število vseh uvrščenih družb, družb v borzni kotaciji in družb v kotaciji PIF-ov na zadnji dan v letu v obdobju 2003-2006

	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006
Št. uvrščenih družb	686	728	777	852
Št. družb v borzni kotaciji	2	3	3	4
Št. družb v kotaciji PIF-ov	13	13	3	313

Vir: Centralni register, 2007.

Statistika Centralnega registra obsega precej podroben vpogled v razvoj trga kapitala. Ob koncu leta 2003 je bilo registriranih že 686 delniških družb, od katerih sta dve po kriterijih uvrstitve sodili v borzno kotacijo, 13 pa v borzno kotacijo – kotacijo PIF-ov. Ob koncu leta 2006 je bilo registriranih 852 delnic in 2 obveznici, pri čemer je bila večina registracij vrednostnih papirjev opravljena v letih 2002 in 2003. Vsekakor je opazno majhno število uvrščenih družb v borzni kotaciji, kar pa je nekoliko razumljivo, saj so kriteriji za uvrstitev v borzno kotacijo za tako majhen in plitek trg precej strogi.

Tabela 2: Letne statistike

KATEGORIJA	2001	2002	2003	2004	2005	SKUPAJ
Izdajatelji	6	385	296	63	54	804
Lastniški računi	2.194	896.137	248.902	19.957	39.827	1.207.017
Računi strank	0	7.874	23.776	89.607	246.608	367.865
Registrirani v.p.						
-delnice	6	401	303	62	54	826
-obveznice				1	1	2
Število izdanih v.p.	20.235.589	4.741.806.802	6.254.471.026	186.217.291	2.392.394.796	13.595.125.504
Nominalna vrednost v.p. v KM	27.664.846	3.777.884.981	3.138.486.263	703.639.453	2.360.574.382	10.008.249.925
Povečanje kapitala		1	35	15	29	80
Zmanjšanje kapitala				7	15	22

Vir: Centralni register, 2007.

Nominalna vrednost kapitala znaša od leta 2001 do leta 2005 preko 10 milijard KM. Število odprtih lastniških računov strank pri Centralnem registru je vsako leto višje in je ob koncu leta 2005 znašalo 367.865. Razumljivo je, da so največ lastniških računov odprli v letih 2002 in 2003, saj ti dve leti sovpadata s povečano registracijo vrednostnih papirjev. Trend odpiranja trgovalnih računov strank pri borzno-posredniških hišah in bankah je pozitiven in je skladen z rastjo prometa na Banjaluški borzi. Podjetja so se za povečanje kapitala aktivneje začela odločati v letu 2003, do leta 2005 pa se je za ta korak odločilo 80 podjetij. Za zmanjšanje kapitala se je odločilo v istem obdobju skoraj štirikrat manj podjetij.

2.2.3. BANJALUŠKA BORZA

9.5.2001 je bila podpisana Pogodba o ustanovitvi Banjaluške borze, kot dan ustanovitve borze pa se šteje 12.5.2001. Ustanovilo jo je osem bank in ena borzno-posredniška hiša. 9.8.2001 je ATVP izdala Banjaluški borzi dovoljenje za delo. 30.9.2002 je bil podpisan Memorandum o sodelovanju z Ljubljansko borzo, katerega cilj je bil omogočiti regionalen prenos informacij o trgovanju in izdajateljih. Sporazum podobnega značaja je bil podpisan z Beograjsko borzo 10.12.2002. 5.3.2002 je bila sprejeta Pogodba o prenosu licence med Direkcijo za privatizacijo in Banjaluško borzo, na osnovi katere je bil prevzet trgovalni sistem Ljubljanske borze (Banjaluška borza, 2007).

2.2.3.1. STRATEGIJA IN CILJI BANJALUŠKE BORZE

Strategija Banjaluške borze temelji na izboljšanju kvalitete storitev, ustvarjanju ugodnih pogojev za svoje člane in omogočanju poštenega in transparentnega okolja za domače in tuje investitorje.

Banjaluška borza se zavezuje, da bo nadaljevala z delom v smeri doseganja standardov storitev primerljivih s standardi, ki prevladujejo na razvitih trgih kapitala.

Cilji Banjaluške borze so:

- zaščita interesa investorjev,
- spodbujanje investiranja v vrednostne papirje,
- zagotavljanje likvidnosti in globine tržišča kapitala,
- uvedba novih finančnih instrumentov na trgu kapitala,
- zagotavljanje primernih pogojev za privabljanje kapitala z namenom financiranja razvojnih načrtov delniških družb,
- opredelitev prednosti borzne kotacije,
- pritegnitev tujih investorjev preko promocijskih aktivnosti,
- povezovanje z drugimi regionalnimi trgi kapitala.

2.2.3.2. ČLANI BORZE

Člani Banjaluške borze so lahko bodisi borzno-posredniški oddelki v sestavu bank bodisi delniške družbe z dovoljenjem za opravljanje borznih poslov (borzno-posredniške hiše) s sedežem v RS. Borzno-posredniških oddelkov v sestavu bank, ki so člani borze, je osem:

- Balkan Investment broker,
- Broker NOVA,
- Nova banjalučka banka,
- NLB Broker,
- Zepter broker,
- Bobar Banka,
- HYPO broker,
- Akcija broker.

Borzno-posredniški hiši, članici borze, sta dve:

- Eurobroker,
- Grand broker.

Vsi člani razen Bobar banke, ki je postala član borze 30. aprila 2003 in Akcija broker v letu 2006, so prvotni ustanovitelji Banjaluške borze.

Tabela 3: Promet članov borze v obdobju od 2003-2006 glede na celoten promet

Oznaka člana	Član	% v celotnem prometu			
		2003	2004	2005	2006
HABR	HYPO BROKER	1,01	9,46	9,28	20,54
NOBR	NOVA BANKA	24,42	22,83	11,20	18,22
EUBR	EURO BROKER	3,03	13,46	7,40	14,74
ZKBR	ZEPTER KOMERC BANKA	44,75	21,39	11,31	13,68
RBBR	RAZVOJNA BANKA	2,38	0,01	26,85	10,48
BOBR	BOBAR BANKA	1,41	7,31	3,32	7,98
NBBR	NOVA BANJALUČKA BANKA	0,14	11,73	23,92	6,78
BIBR	BALKAN INVESTMENT BANK	4,80	6,77	1,20	4,69
AKBR	AKCIJA BROKER				2,71
GRNB	GRAND BROKER	0,00	0,79	2,87	0,17
VBBR	LHB BANKA	18,06	6,25	2,65	0,00

Vir: Banjaluška borza, 2007.

Glede na promet borznih članov v obdobju od leta 2003 do leta 2005 lahko sklepamo, da so Zepter Komerc banka, LHB banka in Nova banka izgubljale začetne visoke deleže v skupnem prometu. Svoj delež v skupnem prometu stalno povečuje Hypo Broker. Velik tržni delež je predvsem posledica Pogodbe o sodelovanju z Skladom PIZ in dejstvom, da je Hypo Broker posebni svetovalec Direkcije za privatizacijo RS pri prodaji večjih paketov delnic (Hypo Broker vodeča kuča na Banjaluškoj berzi, 2007).

Tabela 4: Število odprtih računov strank po borznih članih na dan 31.12.2005

Oznaka borzne hiše	Borzna hiša	Število odprtih računov	% odprtih računov glede na vse
EUBR	Eurobroker	47.897	25,80
BOBR	Bobar broker	34.431	18,55
HABR	Hypo Alpe broker	33.809	18,21
NOBR	Nova broker	20.172	10,87
VBBR	LHB broker	14.808	7,98
GRNB	Grand broker	9.925	5,35
ZKBR	Zepter broker	9.123	4,91
NBBR	Nova Banjalučka banka	6.772	3,65
RBBR	Razvojna banka	5.766	3,11
BIBR	Balkan Inv. Broker	2.915	1,57
SKUPAJ		185.618	100,00

Vir: Centralni register, 2007.

Največ odprtih računov v Centralnem registru ima Eurobroker, in sicer kar 25,8 odstotkov od skupno 185.618. Zanimivo je, da je Razvojna banka po tem kriteriju na dnu seznama, kar pomeni, da imajo pri njej trgovalne račune odprte predvsem večje stranke.

12.1 2007 je dovoljenje za delu na trgu kapitala dobila tudi Beograjska borzno-posredniška hiša Senzal. 18.1.2007 je ATPV odobrila dovoljenje tudi Interfinance in Monet Broker. Odprtje borzno-posredniške hiše je napovedala tudi Raiffeisen Bank (ATVP, 2007).

2.2.3.3. LASTNIŠKA STRUKTURA BORZE

V lastniški strukturi Banjaluške borze so v nasprotju z lastniško strukturo Centralnega registra prisotni le člani borze, torej banke in borzno-posredniške hiše s sedežem v RS. Največji delež, skoraj 20 %, ima NLB broker, ki je nastal kot posledica združitve LHB Banke in Razvojne Banke dne 1.4.2006.

Tabela 5: Lastniška struktura Banjaluške borze na dan 20.1.2007

NLB broker*	18,94
Balkan Investment Broker	9,47
Bobar banka	9,47
Eurobroker	9,47
HYPO broker	9,47
Grand broker	9,47
Zepter broker	9,47
Broker NOVA	9,47
Nova Banjalučka banka	9,47
Akcija broker	5,3

Opomba: * nastal z združitvijo LHB Banke in Razvojne Banke Jugoistočne Evrope 1.4.2006

Vir: Centralni register, 2007.

2.2.3.4. NAČIN TRGOVANJA

Trgovanje z vrednostnimi papirji poteka preko članov borze oziroma njihovih pooblaščenecv - borznih posrednikov. Uporablja se elektronski sistem trgovanja, ki je enak Ljubljanskemu. Načina trgovanja sta dva: kontinuiran način in metoda ponavljajočih avkcij s prevladujočo ceno. V letu 2003 je bil trgovalni dan le eden. Od 1.7.2004 se je začelo trgovati dvakrat tedensko, ob torkih in četrkih. Že 1. novembra 2004 je sredo postala tretji trgovalni dan. S 25.4.2005 se je trgovanje razširilo na štirikrat tedensko. Danes poteka trgovanje petkrat tedensko.

Tabela 6: Število trgovalnih dni v obdobju 2002-2006

2003	51
2004	86
2005	184
2006	227

Vir: Banjaluška borza, 2007.

2.2.3.4.1. KONTINUIRAN NAČIN

Pri kontinuiranem načinu poteka trgovanje z vrednostnimi papirji izdajateljev v borzni kotaciji ter z vrednostnimi papirji na prostem trgu, ki izpolnjujejo sledeče kriterije likvidnosti:

- povprečna vrednost dnevnega prometa z vrednostnim papirjem mora biti večja ali enaka 1000 KM,
- povprečno število dnevnih transakcij z vrednostnim papirjem mora biti večje ali enako 3,
- povprečno število dni trgovanja z vrednostnim papirjem mora biti v opazovanem obdobju vsaj vsak drugi dan,
- število dni s trgovanjem mora biti večje od 30.

Kriteriji likvidnosti se izračunavajo na podlagi podatkov za obdobje preteklih šest mesecev na dan, ko se vrši njihovo izračunavanje. Na dan 29.12.2006, se je na kontinuiran način trgovalo z 25 vrednostnimi papirji.

Trgovanje se deli na 3 obdobja:

- odpiralna faza, ko se sprejemajo nalogi (od 8:30 do 10:30),
- odprto trgovanje (od 10:30 do 13:00),
- zapiranje trgovanja (13:00).

Ravnotežni tečaj pri odpiralni fazi se izračunava po algoritmu, ki vključuje največjo količino. Če obstaja več cen, je ravnotežna cena tista, najbližja uradnemu tečaju. 3.10.2005 je bilo uvedeno prvo kontinuirano trgovanje z delnicami, in sicer izdajateljev uvrščenih v borzno kotacijo.

2.2.3.4.2. METODA PONAVLJUJOČIH AVKCIJ S PREVLAJUJOČO CENO

Metoda ponavljajočih avkcij s prevladujočo ceno (v nadaljevanju: *metoda avkcij*) se uporablja pri delnicah izdajateljev na prostem trgu, ki ne izpolnjujejo kriterije likvidnosti. Trgovanje je razdeljeno na 3 obdobja:

- obdobje pred odprtjem tržišča (8:30-10:00), ko lahko borzni posredniki vnašajo, popravljajo in umikajo naloge,
- odpiranje trgovanja (10:00), ko se izračuna prevladujoča cena in se avtomatsko zaključijo posli,
- odprto trgovanje (10:00-10:05), ko je možen le vnos nalogov z razponom in odstranjevanje neizvršene količine. Če je po odprtju trga preostala količina prodajnih nalogov, ki se lahko izvršijo po prevladujoči ceni, se lahko odstranijo nakupni nalogi, če pa je preostala količina nakupnih nalogov, ki se lahko izvršijo po prevladujoči ceni, se lahko odstranijo prodajni nalogi.

Metoda avkcij se formira na osnovi sledečih kriterijev:

- količinski največji obseg prometa,
- minimalni ostanek,
- če ostane količina na strani nakupnih nalogov, se vzame najvišja cena, če pa ostane količina na strani prodaje, se vzame najnižja cena,
- cena, ki je bližja uradnemu tečaju,
- povprečna cena med dvema izbranimi cenama po predhodnih kriterijih.

Ko je prevladujoče cena oblikovana, se posli sklepajo po dveh prioritetah: ceni in starejši oznaki naloga. Možen je vnos:

- nalogov brez dodatnih ali posebnih pogojev,
- nalogov s skrito količino,
- časovno omejenih nalogov (dnevni, do določenega dneva, odprtih).

Vnos tržnih nalogov ni dovoljen. Aplikativni nalogi se lahko vnašajo samo za določene vrednostne papirje na prostem trgu. Dovoljena dnevna sprememba tečaja je deset odstotna v primeru vrednostnega papirja, ki kotira v borzni kotaciji oziroma dvajset odstotna na prostem trgu. V primeru praznikov se avkcije odvijajo po posebnem vrstnem redu, ki je objavljen vnaprej. Avkcije, ki vključujejo državni kapital se odvijajo v petek v skladu z časovnim razporedom, ki ga sprejme Direkcija za privatizacijo.

2.2.3.4.3. POSLI V SVEŽNJU

Člani borze lahko sklenejo posle izven organiziranega trga, če le-ti izpolnjujejo sledeče lastnosti:

- vrednost posla mora biti najmanj 500.000 KM,
- predmet transakcije je vrednostni papir,
- član borze sklene posle za svoj račun, račun stranke ali računa dveh strank.

Udeleženci, ki so prisotni v poslu s svežnjem, so obvezani skleniti medsebojni kupoprodajni sporazum o vrednostnih papirjih pred prijavo transakcije Banjaluški borzi. Posle v svežnju se prijavlja Banjaluški borzi, medtem ko cena, pri kateri se transakcija izvrši, ne vpliva na oblikovanje cene vrednostnega papirja na Banjaluški borzi. Tretje osebe delnic v svežnju ne morejo kupiti ter ne morejo vplivati na ceno. Prenos lastništva delnic se opravi v Centralnem registru, potem ko borzni posrednik dostavi potrebno dokumentacijo o izvršenem poslu v svežnju (Eurobroker, 2007).

2.2.3.4.4. VRSTE NALOGOV

Limitirani nalog je nalog za prodajo ali nakup določenega števila delnic po določeni ceni ali nižji od nje. Pri tem nalogu je potrebno borznemu posredniku določiti število delnic in

ceno po kateri stranka želi prodati ali kupiti delnice. V primeru da se vsa določena količina ne proda ali kupi, ostane le-ta na trgu.

Tržni nalog je nalog, ki nima določene cene ob vnosu v sistem za izvršitev. Stranka kupi ali proda delnice po najboljši ceni v danem trenutku.

Nalog s skrito količino uporabljajo stranke, ko ne želijo, da se vidi količina delnic, ki jih želijo kupiti oziroma prodati.

Nalog z razponom je nalog, ki omogoča borznem posredniku, da kupi ali proda delnice po različnih cenah do določene limitne vrednosti. V nalog se vnese najvišja nakupna ali najnižja prodajna cena delnice. V sistemu se avtomatsko zapirajo vsi nasprotni nalogi do limitirane cene oziroma dokler se celotna količina ne izvrši. Neizvršeni del naloga ostane v sistemu po limitni ceni.

Nalog z razponom s pogojem Fill or Kill ima iste karakteristike kot predhodnji nalog s to razliko, da se neizvršeni del naloga iz sistema umakne.

Nalog vse ali nič - skupna količina delnic v nalogu mora biti izvršena v celoti v eni transakciji. V nasprotnem primeru se nalog zavrne.

Minimum blok nalog je nalog, kjer mora vsaka transakcija ustrezati minimalni količini delnic. Če je preostali del naloga manjši, se lahko nalog spremeni tako, da je minimalna količina delnic enaka preostali količini delnic v nalogu.

Nalog z minimalno izpolnjeno količino je nalog, pri katerem se prva transakcija zaključi z najmanj takšno količino delnic, ki je enaka minimalni količini. Zatem se nalog preoblikuje v navaden nalog z novim časom izvršitve.

2.2.3.5. TRŽNI SEGMENTI

Organiziran trg kapitala sestavljata borzna kotacija in prosti trg. Borzna kotacija predstavlja likvidnejši in transparentnejši del tržišča, saj morajo podjetja poleg splošnih pogojev izpolnjevati še določene kriterije o velikosti kapitala, razpršitvi lastništva, uspešnosti poslovanja ter objektivnosti poročanja. Trenutno se tržišče kapitala nahaja v obdobju, ko se delnice večine izdajateljev nahajajo še na prostem trgu. Splošni pogoji o uvrstitvi vrednostnih papirjev na organizirano tržišče so:

- z njimi je možno organizirano trgovati,
- so v celoti vplačane,
- so prosto prenosljive,
- izdane so v nematerializirani obliki.

2.2.3.5.1. BORZNA KOTACIJA

Posebni kriteriji, ki veljajo za delnice izdajateljev delnic, ki kotirajo na Banjaluški borzi so:

- minimalna doba poslovanja treh let,
- revidirani računovodski izkazi,
- minimalna velikost kapitala v znesku 5.000.000 KM,
- minimalna vrednost emisije 1.000.000 KM,
- odstotek prostih delnic v višini najmanj 15 odstotkov,
- minimalno število delničarjev je 50.

Izdajatelji, katerih delnice trenutno kotirajo v borzni kotaciji so: Rafinerija ulja a.d. Modriča, LHB Banka a.d. Banja Luka, Telekom Srpske a.d. Banja Luka in ZTC Banja Vrućica a.d. Teslić. Prvo podjetje, ki je bilo uvrščeno v borzno kotacijo je bila Rafinerija ulja Modriča, 11.maja 2004 pa so bile v kotacijo uvrščene delnice Telekoma Srpske.

Posebni kriteriji, ki veljajo za delnice izdajateljev obveznic, ki kotirajo na Banjaluški borzi so:

- minimalna doba poslovanja treh let,
- revidirani računovodski izkazi,
- minimalna vrednost izdane serije obveznic je 1.000.000 KM.

Obveznice, katerih izdajatelj je RS so uvrščene v kotacijo brez potrebe po izpolnjevanju zgoraj navedenih kriterijev. Poleg delnic in obveznic je v borzno kotacijo vključenih 13 PIF-ov, ki so vodeni v posebnem segmentu borzne kotacije – borzna kotacija – kotacija PIF-ov.

2.2.3.5.2. PROSTI TRG

V ta segment trga spadajo vrednostni papirji, ki izpolnjujejo splošne pogoje o uvrstitvi vrednostnih papirjev na organizirano tržišče, a ne izpolnjujejo pogojev za uvrstitev v borzno kotacijo. Uvrstitev na prosti trg se lahko izvrši na zahtevo izdajatelja, posameznega lastnika vrednostnega papirja ali po službeni dolžnosti. Delnice iz postopka privatizacije ter javno izdani vrednostni papirji se uvrščajo na prosti trg po službeni dolžnosti na osnovi poročila Centralnega registra.

2.2.3.5.3. VREDNOSTNI PAPIRJI IZ BRČKO DISTRIKTA

Pravno-formalno se Bosna in Hercegovina deli na 3 območja – federacijo BiH, RS in območje s posebnim statusom – distrikt Brčko. Z vrednostnimi papirji s tega območja se trguje na Banjaluški borzi, na dan 13.1.2007 pa je bilo na borzi uvrščeno 14 delnic s tega območja. Evidenca lastništva za te vrednostne papirje ter registracijo vodi Centralni

register RS od dne 22.11.2004. Prvi vrednostni papir s tega območja je bil registriran 17.3.2005.

2.2.3.6. OBRAČUN IN PORAVNAVA

Obračun in poravnavo izvršenih poslov na borzi opravlja Centralni register. Posli se poravnajo 3 delovne dni od sklenitve posla (T+3). Vsi člani borze so primorani vplačati v zavarovalni sklad osnovno ter dodatno vplačilo, ki se koristi v primeru, ko določen član borze ne opravi obveznosti poplačila obveznosti (saldiranja). Po pravilih Centralnega registra je predvideno vplačilo likvidnostne rezerve en delovni dan po sklenitvi posla. Likvidnostna rezerva predstavlja razliko med neto dolgom člana Centralnega registra in 30 odstotki vrednosti zavarovalnega sklada, ki ga sestavljajo osnovna vplačila vseh članov Centralnega registra ter dodatna vplačila tega člana Centralnega registra.

2.2.3.7. STROŠKI TRGOVANJA

2.2.3.7.1. PROVIZIJA BORZE

Nadomestilo za sklenjen borzni posel morata poravnati kupec in prodajalec vrednostnega papirja. Stroški so odvisni od tipa posla, vrste vrednostnega papirja in vrednosti posla:

- pri delnicah znaša 0,125 % od vrednosti posla,
- pri obveznicah znaša 0,01 % od vrednosti posla,
- za posel v svežnju z delnicami znaša 0,15 % od vrednosti posla,
- za posel v svežnju z obveznicami znaša 0,015 % od vrednosti posla,
- za paket delnic znaša 0,15 % od vrednosti posla.

Direktor borze lahko v skladu z *Odluko o naknadama Banjalučke borze* (v nadaljevanju: *Odločbo o nadomestilih Banjalučke borze*) odobri znižano raven nadomestila pri poslih z delnicami, ki po znižanju znaša 0,10 % od vrednosti posla.

Posebno zmanjšanje provizije se lahko odobri v višini:

- 5 %, če vrednost posameznega posla presega 2 milijona KM,
- 10 %, če vrednost posameznega posla presega 5 milijonov KM,
- 20 %, če vrednost posameznega posla presega 10 milijonov KM.

2.2.3.7.2. PROVIZIJA CENTRALNEGA REGISTRA

Provizija Centralnega registra se izračunava od vrednosti posla in je odvisna od vrste vrednostnega papirja:

- za delnice znaša 0,1 %,
- za obveznice 0,7 %,
- za blok posle 0,05 %.

2.2.3.7.3. PROVIZIJA POSREDNIKA

Provizija borznega posrednika se giblje med 0,7 in 2 % od vrednosti posla in je odvisna od velikosti posla in statusa stranke. Preko te provizije člani borze v praksi pokrijejo provizijo borzi in Centralnemu registru.

2.2.3.7.4. STROŠEK UVRSTITVE NA BORZO

Strošek uvrstitve na borzo je izključno strošek izdajatelja vrednostnega papirja. Ob vložitvi zahtevka za sprejem delnic v borzno kotacijo znaša 3.000 KM. Pri drugih vrednostnih papirjih znaša ta enkratni strošek 1.000 KM.

Tabela 7: Letno nadomestilo za kotacijo delnic na Banjaluški borzi

Bilančna vrednost delnic v KM	Nadomestilo v KM
do 20.000.000	3000
od 20.000.000 do 50.000.000	4250
od 50.000.000 do 100.000.000	5000
več kot 100.000.000	6000

Vir: Banjaluška borza, 2007.

Tabela 8: Letno nadomestilo za kotacijo obveznic na Banjaluški borzi

Vrednost izdaje v KM	Nadomestilo v KM
do 10.000.000	3000
več kot 10.000.000	5000

Vir: Banjaluška borza, 2007.

2.2.3.7.5. DAVEK NA KAPITALSKI DOBIČEK

Tako rezidenti kot nerezidenti so popolnoma oproščeni plačila davka na kapitalni dobiček, ki predstavlja del ustvarjene pozitivne razlike med prodajno in nabavno ceno vrednostnega papirja. Konec leta 2006 je vlada razmišljala o uvedbi 10 odstotne stopnje davka na kapitalni dobiček, vendar je zaradi strahu pred odhodom tujih investorjev namero ovrгла. Po besedah predsednika vlade Milorada Dodika, davek na kapitalni dobiček ne bo uveden vsaj do leta 2009 oziroma 2010 (Prstec, 2006; Knezović, 2006b).

2.2.3.8. SLEDENJE TRGOVANJU

Banjaluška borza omogoča spremljanje trgovanja na dva načina. V odvisnosti od potreb ponuja 2 modela:

- BL borza opazovalna postaja,
- BL borza on-line.

BL borza opazovalna postaja je programska oprema za spremljanje trgovanja v realnem času. Zaradi svojih lastnosti je primerna za profesionalne investitorje, analitike in investicijske upravljavce. Mesečno nadomestilo za njeno uporabo znaša 150 KM.

BL borza on-line je sistem za posredovanje borznih podatkov ob 15 sekundni zakasnitvi. Omogoča 24 dnevno spremljanje borznih informacij. Omogoča pregled nalogov razvrščenih po ceni in časovni komponenti, zaključenih poslov ter preteklih podatkov za vse vrednostne papirje na Banjaluški borzi. Mesečno nadomestilo zanjo znaša 50 KM.

2.2.3.9. MEDNARODNO SODELOVANJE

Banjaluška borza je bila na skupščini federacije evro-azijskih borz z dnem 18.9.2004 sprejeta v polnopravno članstvo. Ta zveza borz je bila ustanovljena leta 1995 in vključuje 31 borz iz Azije, Evrope in Afrike.

Prva mednarodna konferenca Banjaluške borze je potekala 18. in 19. maja 2006 pod nazivom »Korporativno upravljanje i razvoj tržišta kapitala«.

3. ANALIZA TRGOVANJA NA BANJALUŠKI BORZI

3.1. TRŽNA KAPITALIZACIJA

Gibanje tržne kapitalizacije Banjaluške borze že od leta 2003 izkazuje pozitiven trend. Najvišjo relativno rast je ta dosegala prav v drugem letu, ko se je povečala z 88 milijon KM na preko 872 milijonov KM, kar predstavlja skoraj 890 odstotno rast. Na dan 22.12.2006 je tržna kapitalizacija vseh podjetij znašala skoraj 8 milijard KM. Kot je razvidno iz mesečnih podatkov o gibanju tržne kapitalizacije v prilogi, je bila rast tržne kapitalizacije v absolutnem smislu največja v prvem polletju 2006, ko se je povečala kar za 2,4 milijarde KM. Iz iste priloge je razvidno, da je šele v letu 2006 tržna kapitalizacija delnic na prostem trgu začela presegati tržno kapitalizacijo delnic v borzni kotaciji.

Tabela 9: Tržna kapitalizacija Banjaluške borze na zadnji dan v letu v obdobju 2002-2006

Dan	Vrednost v KM	Verižni indeks
31.12.2002	88.041.487	-
31.12.2003	871.580.009	889,97%
31.12.2004	1.601.032.372	83,69%
31.12.2005	2.874.140.399	79,52%
31.12.2006	7.908.295.863	175,15%

Vir: Banjaluška borza, 2007.

Razvitost delniškega trga je možno meriti tudi s kazalcem tržne kapitalizacije glede na BDP (Naceur, Ghazouani, 2003, str. 9).

Ta mera je hkrati primerna za primerjavo med državami, saj izključuje absolutne primerjave tržnih kapitalizacij. Tranzicijske ekonomije, med katere prav gotovo spada RS, naj bi imele ta kazalec zaradi različnih razlogov sicer nižji od razvitih ekonomij. Taki trgi imajo namreč običajno krajšo zgodovino delovanja, kar hkrati pomeni, da vsa pravna

infrastruktura še ni razvita v zadostni meri. Dodatno je trg precej močno reguliran zaradi strogih kriterijev, ki jih morajo podjetja izpolnjevati (Ribnikar, Košak, 2003, str. 130).

Tabela 10: Delež tržne kapitalizacije v BDP-ju

Leto	2002	2003	2004	2005	2006
BDP v tekočih cenah v KM*	3.841.840.000	4.123.963.000	4.667.237.000	5.251.162.000	5.671.254.960
Letna tržna kapitalizacija v KM	88.041.487	871.580.009	1.601.032.372	2.874.140.399	7.908.295.863
Tržna kapitalizacija/BDP	2,29%	21,13%	34,30%	54,73%	139,45%

Opomba: *Za leto 2006 je predvidena 8 % rast BDP-ja (ocene Country Report Bosnia-Hercegovina, 2006)

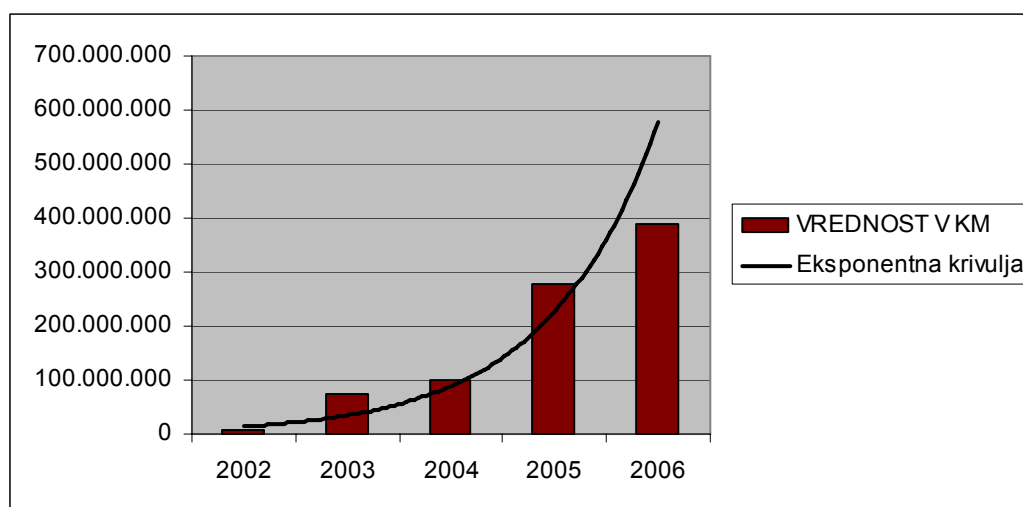
Vir: Republiški zavod za statistiko RS, 2007, Banjaluška borza, 2007.

Kazalec tržne kapitalizacije glede na BDP po tržnih cenah se je v obdobju od leta 2002 do leta 2005 povečal iz 2,29 odstotka na 54,73 odstotkov. Za zadnje leto 2006 uradni podatki o bruto domačem proizvodu niso dosegljivi. Glede na oceno Economist Intelligence Unit-a (Country Report Bosnia-Hercegovina, 2006) lahko predvidimo, da je v letu 2006 tržna kapitalizacija vseh vrednostnih papirjev dosegala 139,45 % BDP-ja.

V letu 2003 je vrednost tega kazalnika v območju evropske petnajsterice znašala 68 odstotkov, v Sloveniji pa 23 odstotkov (Banking Structures in the new EU member states, 2005, str. 15). Visoka vrednost kazalnika v RS je posledica močnejših nakupnih pritiskov tujih portfeljskih vlagateljev v zadnjih letih. Delež je tudi visok, ker je velika večina državnih strateških podjetij že na borzi, medtem, ko v razvitih državah to ni nujno pravilo.

3.2. PROMET

Slika 2: Promet na Banjaluški borzi v obdobju 2002-2006



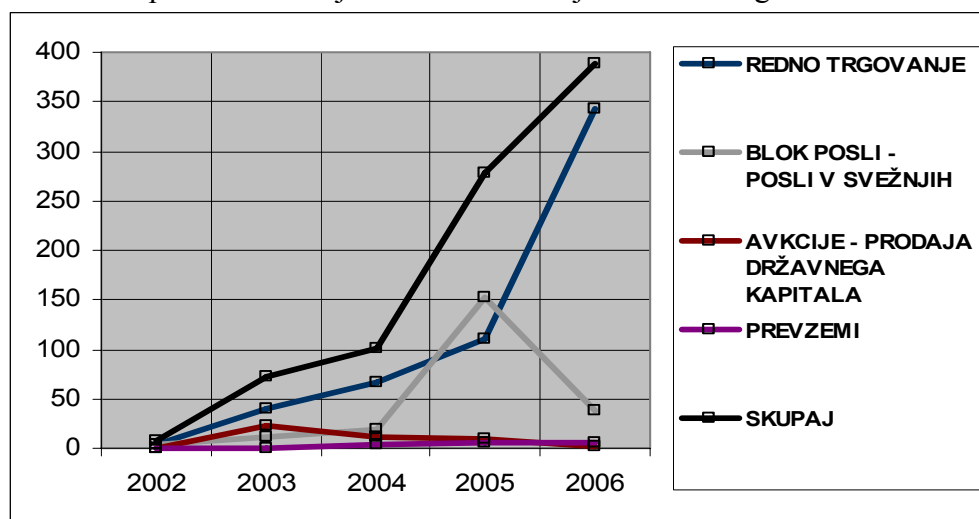
Vir: Banjaluška borza, 2007.

Rast prometa na Banjaluški borzi je bila od leta 2002 do leta 2005 eksponencialna. Še leta 2002 je skupen promet znašal 7 milijonov KM, medtem, ko je znašal v letu 2006 že preko 380 milijonov KM. V obdobju 2004-2006 sta največji delež v strukturi rednega prometa beležili delnici Telekomu Srbije in PIF-a Zepter. Sicer se Telekomov relativni delež v skupnem prometu znižuje, saj je v letu 2004 znašal skoraj 20 odstotkov, v letu 2006 pa le še 16 odstotkov rednega trgovalnega prometa.

Promet na Banjaluški borzi lahko razdelimo po strukturi na:

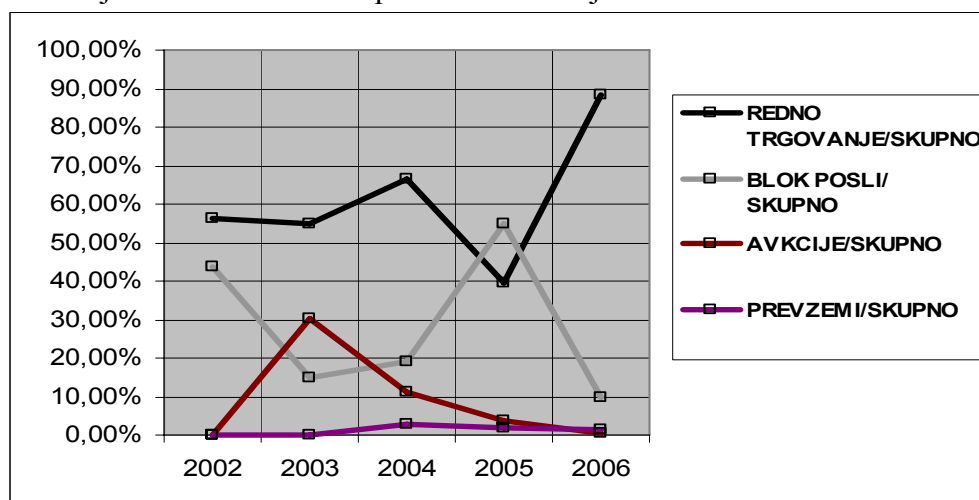
- redno trgovanje,
- blok posle,
- avkcije – prodaje državnega premoženja,
- prevzeme.

Slika 3: Vrednost prometa v milijonih KM v obdobju 2002-2006 glede na strukturo



Vir: ATVP, 2007.

Slika 4: Gibanje relativne strukture prometa v obdobju 2002-2006



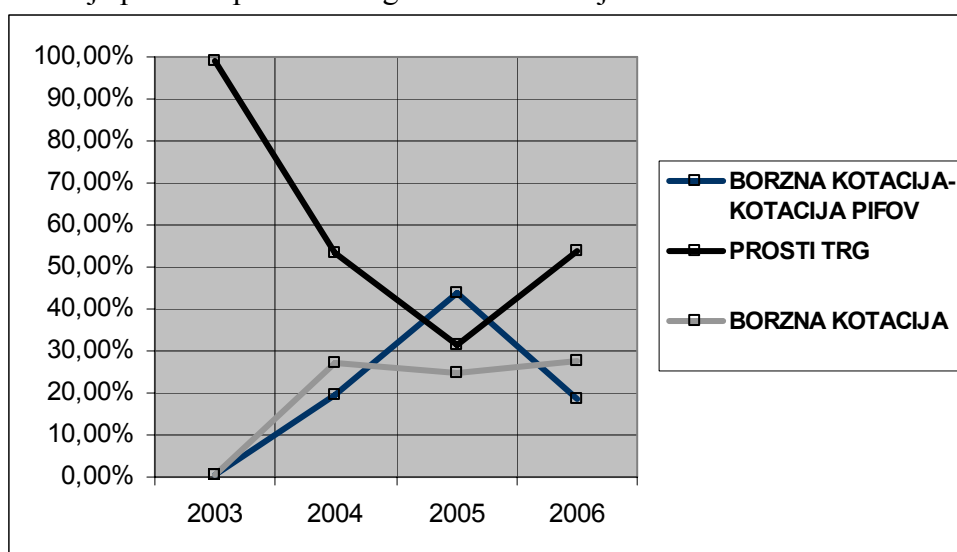
Vir: ATVP, 2007.

Redni promet je leta 2002 znašal skoraj 4 milijone KM in se je v letu 2006 (do 22.12.2006) povzpел do 337 milijonov KM. Relativno glede na skupen obseg trgovanja je vsa leta predstavljal polovico skupnega prometa na borzi, z izjemo leta 2005, ko je znašal le 39,5 odstotka skupnega prometa. V letu 2006 se je povzpел na skoraj 90 odstotkov skupnega prometa.

Promet na Banjaluški borzi lahko razdelimo tudi po tržnih segmentih na:

- borzno kotacijo,
- borzno kotacijo – kotacijo PIF-ov,
- prosti trg.

Slika 5: Gibanje prometa po tržnih segmentih v obdobju 2003-2006



Vir: ATVP, 2007.

V obdobju 2003-2005 je opazno relativno povečanje trgovanje v borzni kotaciji - kotaciji PIF-ov, medtem ko je delež vrednostnih papirjev na prostem trgu glede na celoten promet padal. V letu 2006 se je trend obrnil, saj se je trgovanje aktivnejše preusmerilo na delnice iz prostega trga, medtem, ko v segment borzne kotacije ni bilo sprejetih novih delnic. Z razvojem trga je, predvsem zaradi pričakovane vključitve novih delnic v ta segment, pričakovati relativni porast trgovanja z vrednostnimi papirji iz borzne kotacije.

Eden izmed pomembnejših kazalcev, ki meri primerljivost prometa z vrednostnimi papirji med državami, je kazalec promet glede na BDP. Načeloma naj bi bolj likvidni trgi omogočali bolj učinkovito alokacijo kapitala in spodbujali gospodarsko rast (Levine, 1991, str. 1445).

Tabela 11: Delež prometa v BDP

Leto	2002	2003	2004	2005	2006
BDP v tekočih cenah v KM*	3.841.840.000	4.123.963.000	4.667.237.000	5.251.162.000	5.671.254.960
Letni promet v KM	6.989.170	72.528.711	100.806.620	278.107.652	388.464.941
Promet/BDP	0,18%	1,76%	2,16%	5,30%	6,85%

Opomba: *Za leto 2006 je predvidena 8 % rast BDP-ja (ocene Country Report Bosnia-Hercegovina, 2006)

Vir: Republiški zavod za statistiko, 2007, Banjaluška borza, 2007.

Delež prometa glede na BDP vztrajno raste in je konec leta 2006 znašal 6,85 %. Za gospodarstva, ki so sprejela evro, znaša denimo za konec leta 2000 v povprečju 139 % (Ribnikar, Košak, 2003, str. 125). Vsekakor lahko v prihodnosti pričakujemo povečevanje tega deleža zaradi odprodaje državnih deležev ter aktivnejše vloge PIF-ov na kapitalnem trgu.

3.3. INDEKSI

Indeks BIRS (Borzni indeks Republike Srpske) je bil formiran 1.5.2004, indeks PIF-ov – FIRS pa 1.8.2004. 1.1.2006 je bil oblikovan indeks podjetij *Elektroprivrede RS* (v nadaljevanju: *Elektro-gospodarstvo RS*) ERS10.

Vsi indeksi se izračunavajo v realnem času, takoj po sklenitvi posla v borzno-trgovalnem sistemu. Vrednost vsakega indeksa se izračunava na dve decimalni mesti, poleg vrednosti pa se objavlja absolutna in relativna sprememba indeksa glede na njegovo zadnjo vrednost. Vsi indeksi so tehtani cenovni indeksi, kar pomeni, da je udeležba posameznega izdajatelja v indeksu skladna z njegovo tržno kapitalizacijo. Banjaluška borza je obvezana, da poleg vrednosti indeksa redno objavlja tudi informacije, ki se tičejo objavljanja dividend, ki jih izdajatelji izplačajo, saj indeksi ne vključujejo dividend.

Za redne revizije indeksov je pristojna Komisija za oblikovanje in revizijo indeksa investicijskih skladov, ki v skladu z Metodologijo za oblikovanje, računanje in revizijo vrši redne revizije indeksa dvakrat na leto. Revizija se vrši na osnovi podatkov o trgovanju na borzi za zadnje polletno obdobje, ki se konča 15 dni pred datumom revizije vsakega 15. maja in 15. novembra.

3.3.1. INDEKS BIRS

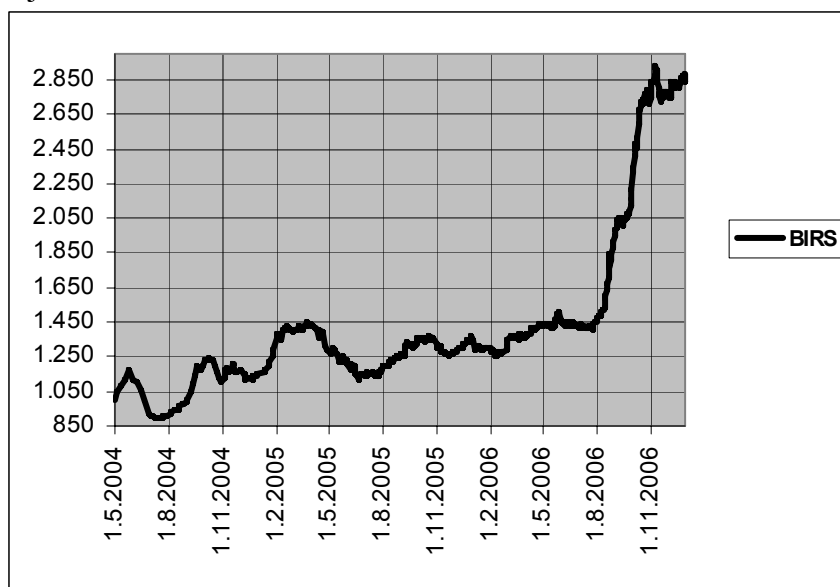
V indeks BIRS (Berzanski indeks Republike Srpske) so lahko uvrščene delnice 5 do 25 izdajateljev. Maksimalni delež posameznega izdajatelja je na dan oblikovanja indeksa 20 %.

Pogoji za uvrstitev delnic v indeks BIRS:

- delnice izdajateljev so uvrščene na borzi najmanj 6 mesecev,
- tržna kapitalizacija delnice mora biti večja od povprečne tržne kapitalizacije delnic na Banjaluški borzi,
- največji delničar ne sme obvladovati več kot 90 odstotkov vsega števila delnic,
- delnice, ki so uvrščene v borzno kotacijo, imajo prednost pri uvrstitvi v sestavo indeksa.

Indeks BIRS je ob začetni sestavi sestavljalo 9 družb in 2 banki. Ob koncu leta 2006 je 25 mest že bilo zasednih. Indeksu se je na dan 29.12.2006 med drugimi pridružilo vseh 10 podjetij iz elektro-gospodarstva (Banjaluška borza, 2006).

Slika 6: Gibanje indeksa BIRS od ustanovitve do 31.12.2006



Vir: Banjaluška borza, 2007.

Indeks BIRS do avgusta 2006 ni beležil močnejše rasti, po tem datumu pa se je njegova vrednost izjemno povečala, kar je predvsem zasluga najav vlade o bližnji privatizaciji nekaterih strateških naložb, ki v indeksu BIRS predstavljajo pomembnejše deleže – denimo Telekoma Srpske in Rafinerije ulja Modriča.

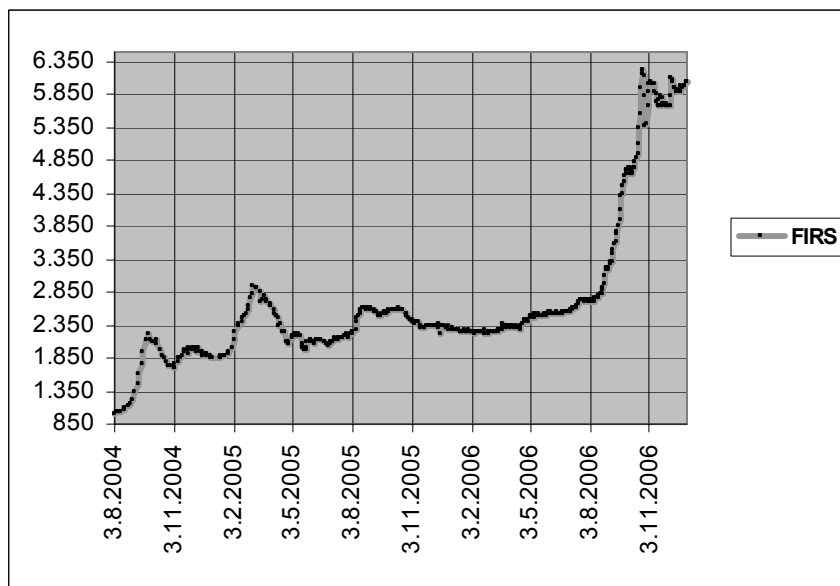
3.3.2. INDEKS FIRS

V indeks FIRS (indeks investicionih fondova Republike Srbske) so uvrščene delnice investicijskih skladov. Od 1.8.2004 je uvrščeno v indeks FIRS vseh 13 PIF-ov.

Pogoja za uvrstitev delnic v indeks FIRS sta dva:

- delnice investicijskega sklada so uvrščene na borzo najmanj 6 mesecev,
- obstajati mora tržna cena delnice investicijskega sklada najmanj mesec dni pred uvrstitvijo delnic sklada v indeks FIRS.

Slika 7: Gibanje indeksa FIRS od ustanovitve do 31.12.2006



Vir: Banjaluška borza, 2007.

Indeks FIRS je sledil gibanju indeksa BIRS in se je odločneje začel krepiti v avgustu 2006. Svojo vrednost je povečal zaradi rasti naložb, ki so bili v portfeljih PIF-ov in tudi zaradi zmanjšanja diskontov (razlike med knjigovodsko in tržno vrednostjo naložb).

Bosanski PIF-i veljajo za visoko tvegane naložbe, kar dokazuje njihovo nestanovitno dnevno gibanje. Tovrstna naložba je smiselna za vlagatelje, ki se zavedajo tveganja. PIF-i držijo v svojih naložbah deleže tako bosanskih blue-chipov kot tudi deleže slabo likvidnih in nelikvidnih podjetij, ki kotirajo in ne kotirajo na borzi. Analitiki zato pričakujejo, da bodo ta podjetja rasla tudi v prihodnosti (Čadež, 2005, str. 18).

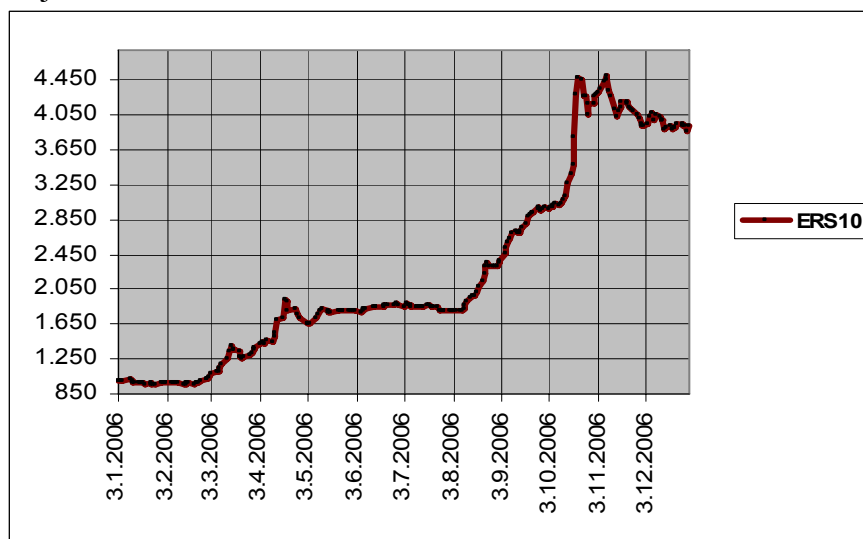
3.3.3. INDEKS ERS10

V indeks ERS10 (Indeks preduzeča Elektroprivrede Republike Srpske) so uvrščene delnice podjetij iz sestava elektro-gospodarstva RS, ki se ukvarjajo z proizvodnjo in distribucijo električne energije. V indeks ERS10 je vključeno 10 podjetij, od katerih je 5 distributerjev, 3 hidroelektrarne in 2 sestavi rudnikov in termoelektrarne.

Pogoja za uvrstitev delnic v indeks ERS10 sta:

- delnice izdajatelja so uvrščene v borzno kotacijo najmanj 6 mesecev,
- obstajati mora tržna cena delnice izdajatelja najmanj mesec dni pred uvrstitvijo delnic sklada v indeks ERS10.

Slika 8: Gibanje indeksa ERS10 od ustanovitve do 31.12.2006



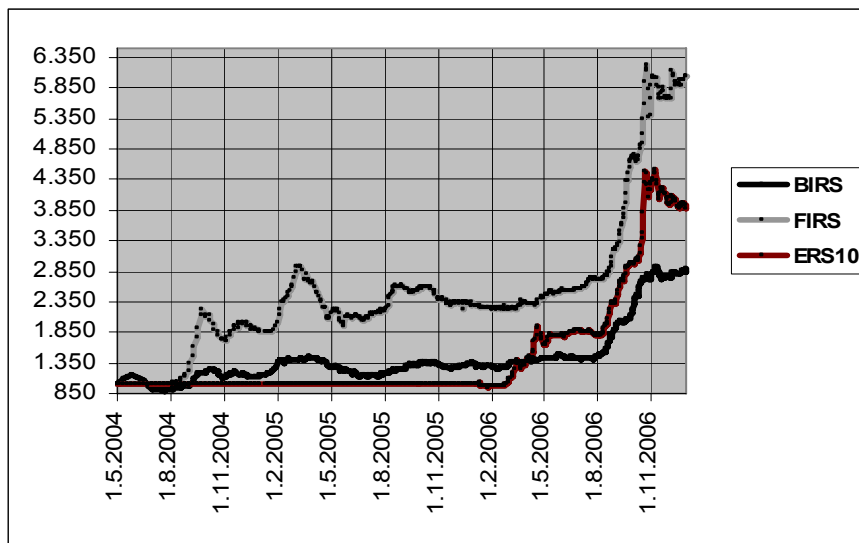
Vir: Banjaluška borza, 2007.

Indeks ERS10 je bil oblikovan zaradi pozne uvrstitve družb iz sestava elektro-gospodarstva na borzo najkasneje. Družbe so pritegnile zanimanje vlagateljev zaradi splošne podcenjenosti, pričakovanj o privatizaciji in cenah električne energije, ki so regionalno gledano med najnižjimi.

3.3.4. PRIMERJAVA INDEKSOV

Vsi trije Banjaluški indeksi so glede na bazno vrednost pri 1000 indeksnih točkah precej porastli, pri čemer je največjo porast beležil indeks FIRS. Razlog je dvojen. Po eni strani so cene delnic v portfeljih PIF-ov v tem obdobju precej porastle, kar dokazujeta tudi indeksa BIRS in ERS10, po drugi strani pa se je zmanjšal diskont PIF-ov, kar pomeni, da se je knjigovodska vrednost premoženja PIF-ov približevala njihovi tržni ceni.

Slika 9: Primerjava vseh treh Banjaluških indeksov v obdobju od 1.5.2004 do 31.12.2006



Vir: Banjaluška borza, 2007.

4. BORZNI UDELEŽENCI

4.1. ODŠKODNINSKI SKLAD

Zakon o Fondu za restituciju RS (v nadaljevanju: *Zakon o Odškodninskem skladu*, 2006) določa, da je ustanovitelj le-tega RS in da z njim upravlja *Investiciono-razvojna banka RS a.d., Banja Luka* (v nadaljevanju: *Investicijsko-razvojna banka*). Banka upravlja s skladom glede na strategijo vlade, ki se določa na letnem nivoju. S tem zakonom se določa ustanovitev, pravni status ter namen in način upravljanja Odškodninskega sklada. Zastopa ga direktor, ki ga imenuje in razrešuje vlada na podlagi javnega razpisa.

Formalno je Investicijsko-razvojno banko ustanovila Direkcija za privatizacijo v prvi polovici leta 2006, njena naloga pa je gospodarjenje s petimi republiškimi skladi: Skladom za stanovanja, Skladom za razvoj in zaposlovanje, Odškodninskim skladom, Skladom za upravljanje z nepremičninami in terjatvami ter Delniškim skladom (Knezović, 2006c).

Prodaja vrednostnih papirjev je možna na dva načina:

- na borzi,
- s sprejetjem javne ponudbe za prevzem.

Izjemoma se lahko delnice Odškodninskega sklada ponudijo v prodajo skupaj z delnicami iz portfelja *Akcijskega fonda RS* (v nadaljevanju: *Delniškega sklada*), v kolikor gre za prodajo večinskega paketa delnic.

Sredstva Odškodninskega sklada se lahko vložijo v sledeče vrednostne papirje:

- delnice izdajateljev s sedežem v federaciji Bosni in Hercegovini,
- delnice izdajateljev s sedežem v RS pod pogojem, da na ta način Sklad ne pridobi več kot 25 odstotkov delnic z glasovalno pravico. Izjemoma lahko ta delež preseže v postopku prestrukturiranja ali stečaja,
- obveznice lokalnih samouprav v RS,
- podjetniške obveznice izdajatelja s sedežem v RS, pri čemer delež le-teh ne sme presežati več kot 25 odstotkov skupne izdaje.

Sklad ne sme vložiti več kot 10 odstotkov neto vrednosti premoženja v vrednostni papir enega izdajatelja ali z njim povezanih oseb. V kolikor je imel Sklad pred sprejetjem zakona večji delež, je to dopustno.

Končna uporaba sredstev Sklada se določi s posebnim zakonom. Zadnji popravek zakona je bil sprejet 17. maja 2006.

4.2. POKOJNINSKI SKLAD

Osnova za delovanje *Fonda penzijskog i invalidskog osiguranja – Fond PIO* (v nadaljevanju: *Sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja – Sklad PIZ*) je *Zakon o penzijskom i invalidskom osiguranju* (v nadaljevanju: *Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju*, 2006).

V 194. členu iz poglavja XI. – Zagotovitev sredstev, so navedena sredstva za izpolnjevanje pravic iz pokojninskega in invalidskega zavarovanja:

- plačila prispevkov zavarovancev in delodajalcev,
- proračun RS,
- prodaja družbenega kapitala in družbenega premoženja ali njegovega dela v postopku privatizacije v skladu z zakonom,
- premoženje s katerim razpolaga sklad,
- dividende podjetij, ustanov in drugih institucij na osnovi predhodnih vlaganj sredstev sklada v infrastrukturo, zdravstvene in druge objekte,
- neto dobiček ustvarjen iz portfelja vrednostnih papirjev, ki so prenesene na sklad na osnovi 26. člena Zakona o privatizaciji,
- denarna sredstva pridobljena na osnovi 27. člena Zakona o privatizaciji,
- drugi izvori v skladu z zakonom in drugimi predpisi.

Pri razpolaganju in upravljanju s premoženjem, vodi Sklad PIZ investijsko politiko po načelih varnosti, likvidnosti in rentabilnosti. O investicijski politiki odloča upravni odbor Sklada PIZ. Svetovalno vlogo upravnemu odboru nudi posebna 5-članska komisija sestavljena iz vrste ekonomskih in pravnih strokovnjakov.

Posle upravljanje s premoženjem opravljata dva upravljavca premoženja. Direktor Sklada PIZ imenuje predstavnike Sklada v skupščine delniških družb, katerih lastnik je Sklad PIZ. Največ 10 % premoženja z naslova privatizacije je lahko vložena v vrednostni papir enega izdajatelja ali z njim povezanih oseb. Sklad PIZ lahko poseduje največ 20 % vsega kapitala enega izdajatelja ali z njim povezanih oseb.

Sklad PIZ načeloma igra pasivno vlogo na trgu kapitala, aktivnejšo vlogo pa je začel igrati šele s koncem leta 2006, ko je novi upravni odbor na osnovi popravkov zakona o aktivnejšem upravljanju začel proces nakupov delnic iz elektro-energetskega sistema. Hkrati je bila sprejeta politika odprodaje deležev v 40 podjetjih pred stečajem (Kusmuk, 2006). Sklad PIZ je sicer v toku privatizacije vpisal delnice v nominalnem znesku 1 milijarde KM (Džombić, 2006).

4.3. DRŽAVNI KAPITAL RS

Zakon o Akcijskem fondu Republike Srpske (v nadaljevanju: *Zakon o Delniškem skladu*, 2006) določa, da je ustanovitelj sklada RS in ima status pravnega subjekta ter je vpisan v sodni register kot delniška družba. Osnovni kapital Delniškega sklada predstavlja vrednost delnic in deležev podjetij, bank in zavarovalnic, ki sestavljajo državni kapital v RS na dan, ko zakon stopi v veljavo.

Last sklada predstavljajo vse delnice in deleži, ki sestavljajo državni kapital RS, z izjemo delnic Investicijsko-razvojne banke, Sklada za obnovo, *Fonda za razvoj i zaposljavanje* (v nadaljevanju: *Sklad za razvoj in zaposlovanje*), *Fonda stanovanja* (v nadaljevanju: *Sklad za stanovanja*) in *Fonda za upravljanje nekretninama i potraživanjima u vlasništvu Republike Srpske* (v nadaljevanju: *Sklad za upravljanje z nepremičninami in terjatvami*).

Država lahko sprejme odredbo, na osnovi katere se del sredstev, pridobljen pri prodaji vrednostnih papirjev iz portfelja Delniškega sklada, vplača v proračun RS. Sklad zastopa direktor, ki ga imenuje in razrešuje vlada na podlagi javnega razpisa. Investicijsko-razvojna banka upravlja z Delniškim skladom glede na strategijo vlade, ki jo ta sprejme v skladu s sprejeto letno ekonomsko politiko.

Prodaja vrednostnih papirjev je možna praviloma na sledeče načine:

- na borzi,
- na podlagi javnega razpisa,
- s sprejetjem javne ponudbe za prevzem.

Izjemoma se lahko delnice Delniškega sklada ponudijo v prodajo skupaj z delnicami iz portfelja drugih delničarjev, ki imajo status pravne osebe, v kolikor gre za prodajo večinskega paketa delnic.

Sredstva Delniškega sklada se lahko vložijo v sledeče vrednostne papirje:

- vrednostne papirje izdajateljev s sedežem v Bosni in Hercegovini, RS, Sklada za razvoj in zaposlovanje in Sklada za stanovanja,
- podjetniške obveznice izdajatelja s sedežem v RS, pri čemer delež le-teh ne sme presežati več kot 50 odstotkov skupne izdaje.

Pri izdajateljih s sedežem v RS, Delniški sklad ne sme imeti več kot 50 odstotkov delnic s glasovalno pravico, razen v postopku prestrukturiranja, če se na ta način omogoča rešitev povezanih socialnih problemov in če pričakovani vplivi privatizacije lahko opravičujejo vlaganje.

Delniški sklad ne sme vložiti več kot 10 odstotkov neto vrednosti premoženja v vrednostni papir enega izdajatelja ali z njimi povezanih oseb. V kolikor je imel Delniški sklad pred sprejetjem zakona večji delež, je to dopustno. Vse začete in nedokončane postopke prodaj vrednostnih papirjev iz portfelja Delniškega sklada je s 1. januarjem 2007 prevzela Investicijsko-razvojna banka. Sredstva pridobljena v procesu privatizacije se do registracije Delniškega sklada vplačajo na poseben račun.

4.4. PRIVATIZACIJSKI SKLADI – PIFI

S sprejetjem *Zakona o PIF-ovima i društvima za upravljanje privatizacionih fondovima* (v nadaljevanju: *Zakon o PIF-ih*, 1998) je nastala podlaga za ustanovitev *Društev za upravljanje privatizacijskih skladov* (v nadaljevanju: *Družb za upravljanje z investicijskimi skladi - DUF-ov*). DUF-i so bili ustanovljeni za zbiranje vavčerjev in njihovo zamenjavo za delnice podjetij ter kasneje za upravljanje premoženja.

Za ustanovitev in upravljanje PIF-ov je bilo potrebno ustanoviti podjetje za upravljanje sklada, ki je bila pravna oseba in ki je delovala kot delniška družba. Vsak DUF lahko ustanovi in upravlja le en PIF, razen če drug DUF izgubi dovoljenje za upravljanje.

DUF je lahko ustanovila domača ali tuja fizična ali pravna oseba, ne smejo pa ga ustanoviti vlada ali pravne osebe, ki so v večinski lasti državnega kapitala. Nerezidentje imajo lahko v DUF-u več kot 10 odstotni delež le ob odobritvi ATPV. Ena oseba ali z njo povezane osebe v PIF-u ne smejo preseči 10 odstotnega deleža, razen če ATPV to izrecno ne odobri.

DUF lahko zbira vavčerje le za namen ustanovitve sklada, katerega delnice so lahko plačane izključno z vloženimi vavčerji. DUF ne more zamenjati vavčerjev za delnice podjetij, dokler ne zbere zadostnega števila vavčerjev, ki ga je predpisala vlada RS. DUF, ki ni zbral minimalnega števila vavčerjev (1.000.000) bi moral v roku 7 dni po zahtevi Direkcije za privatizacijo prenesti vavčerje nazaj na prvotne račune lastnikov. DUF-i so lahko zbirali vavčerje največ 45 dni od dneva objave prospekta. Zaključek vavčerske ponudbe je bil 15.3.2001, minimalno število vavčerjev pa je zbralo vseh 13 DUF-ov.

Ustanovitelji DUF-ov so bile predvsem banke ter tudi trije nerezidentje iz Slovenije, Litve in Cipra. Trije vodilni DUF-i Zepter Invest, Kristal Invest in Invest Nova so zbrali skoraj polovico vseh vavčerjev. DUF-i so investirali vavčerje v 567 podjetij (Jakšič, Gujaničič, 2007).

Po navedbah direktorja Direkcije za privatizacijo Gorana Škrbića, je vsem DUF-om uspelo preseči prag milijona zbranih vavčerjev. Tako je približno 800.000 upravičencev postalo delničarjev teh skladov (Miljanović, 2003).

Kot prednosti pri vlaganju v PIF-e so njihovi ustanovitelji izpostavljali dejstvo, da premoženje upravljajo strokovnjaki in da bodo vavčerji vloženi v večje število podjetij kar zmanjša tveganost vlaganja (Ivić, 2000).

DUF-i upravljajo PIF-e na osnovi pogodbe, ki določa kot najpomembnejše kriterije poslovanja varnost, profitabilnost, likvidnost in razpršitev tveganja.

Registriran kapital PIF-ov predstavlja ocenjeno vrednost zbranih delnic v procesu zbiranja in zamenjave vavčerjev. Vse delnice se bile v PIF-e razdeljene tako, da prejme vsak delničar proporcionalno število delnic glede na število investiranih vavčerjev.

Z namenom zaščite delničarjev PIF-ov in dosego osnovnega cilja, to je diverzifikacije naložb, je zakon določil, da lahko PIF-i v eno podjetje vložijo največ 10 % pridobljenih vavčerjev in da lahko obvladujejo največ 20 % kapitala posameznega podjetja. Ta stroga zakonska odredba je bila sprejeta zaradi želje po odvrnitvi manipulacij na škodo delničarjev. Zakon je omogočil, da se v roku dveh let od vpisa v sodni register lastniška struktura prilagodi, če je sklad pri začetnem vložku obvladoval več kot 20 % kapitala posameznega podjetja. Popravek zakona o PIF-ih iz leta 2005 20 odstotno omejitve ukinja. V roku dveh let od vpisa v sodni register so PIF-i primorani predložiti strukturo svojega premoženja.

V kolikor je na skupščini delničarjev PIF-a prisotna več kot polovica od 20 % prisotnih delničarjev PIF-a, se lahko doseže odpoved upravljalvske pogodbe z DUF-om. Za primat oziroma prevzem PIF-ov se tako borijo predvsem investori iz Slovenije, Avstrije in Hrvaške, ki že dosegajo pomembnejše deleže v nekaterih PIF-ih (Klincov, 2006).

Po prvotnem zakonu so bili DUF-i upravičeni do 2 % povprečne letne vrednosti PIF-a in stroškov ustanovitve in poslovanja v skladu s predloženim načrtom porabe, navedenem v prospektu. Popravek zakona o PIF-ih je razvojno bolj stimulativen, saj znaša letna provizija za upravljanje sklada 1 % povprečne ponderirane tržne vrednosti vseh delnic PIF-a v obračunskem letu. Poleg tega je DUF upravičen do 15 % zbranih dividend in obresti, neto realiziranih in neto nerealiziranih kapitalskih dobičkov, ki so rezultat transakcij na borzi ali nakupov vrednostnih papirjev v obdobju od 1.1.2005 do dneva transformacije

PIF-a. Dodatne pripada PIF-om 2 % razlike med povprečno ponderirano tržno vrednostjo vseh delnic v zadnjih 90 dneh v letu transformacije in povprečno ponderirano tržno vrednostjo vseh delnic v prvih 90 dneh leta 2005.

Namen sprejetja popravka zakona je bila predvsem želja po večji povezanosti obračunane provizije z rezultati poslovanja PIF-ov, povečanje osnovnega kapitala DUF-ov in sprejetje minimalnih pogojev za formiranje organov DUF-ov.

PIF-i lahko obstajajo največ 5 let od dneva vpisa v sodni register. Po poteku tega obdobja se preoblikujejo v zaprte sklade, sicer ATPV v roku 60 dni proži postopek njegove likvidacije.

4.4.1. STATISTIKA PIF-OV

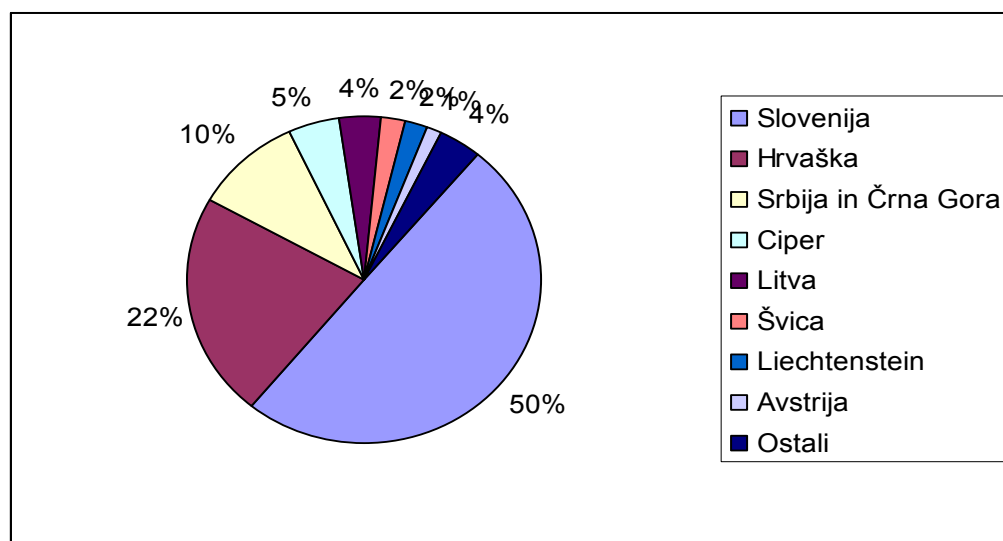
PIF-i so v vavčer ponudbi zbrali preko polovice izdanih vavčerjev. Več kot četrtno vavčerjev namenjenim PIF-om je zbral Zepter Fond, ki mu je z 11 % sledil Kristal Invest. V dveh DUF-ih je prisoten tudi slovenski kapital, saj KD Group obvladuje 49 % VIB Fonda, Triglav DZU pa 51 % Polare Invest.

Na dan 12.12.2007, je imel največ delničarjev Zepter, in sicer preko 115.000, najmanj pa Euroinvestment, in sicer 9.917. Ob zaključku vavčer ponudbe je znašalo skupno število delničarjev v vseh PIF-ov 800.000, na dan 12.12.2007 pa 544.366. Največ zbranih vavčerjev glede na število investitorjev na dan 12.12.2007 je imel Euroinvestment, in sicer 109, najmanj pa PIF Aktiva Invest, in sicer 30. Svoj začetni portelj je najbolj razpršil Zepter Invest, saj je znašalo število družb v njegovem portfelju ob zaključku vavčer ponudbe 262, najmanj pa Euroinvestment, ki je zaupane vavčerje zamenjal za delnice desetih podjetij. Vsekakor PIF-i z izjemo Euroinvestimenta težijo k zmanjšanju števila podjetij v portfeljih.

4.5. DOMAČE IN TUJE PRAVNE IN FIZIČNE OSEBE

Statistiko nakupov in prodaj nerezidentov vodi na mesečni ravni Centralni register. Na Banjaluški borzi je v letu 2006 delnice kupilo 844 novih tujih investitorjev iz 23 držav. Skupno število tujih lastnikov delnic na borzi je tako na dan 31.12.2006 2.965. Tuji vlagatelji so v letu 2006 kupili delnice v vrednosti 144,2 milijona KM kar predstavlja 38 odstotkov skupnega prometa na Banjaluški borzi. V istem obdobju so prodali delnice v vrednosti 84,6 milijona KM kar je predstavlja 22 odstotkov skupnega prometa v letu 2006.

Slika 10: Struktura nakupov nerezidentov na Banjaluški borzi v letu 2006 glede na poreklo nerezidentov



Vir: Centralni register, 2007.

4.5.1. SKRBNIŠKE BANKE

Uvajanje poslov skrbništva pomeni močan signal za razvoj trga kapitala in prispeva k povečanju zaupanja tujih investorjev v upravičenost vlaganja v RS. Ena izmed priljubljenih lastnosti je tudi ta, da kupec, ki deluje prek skrbniške banke, ohrani svojo anonimnost, saj je v Centralnem registru kot lastnik zavedena skrbniška banka (Custody poslovi za Raiffeisen i Balkan Investment banku, 2007).

Opravljanje storitev skrbništva, poslov z vrednostnimi papirji na račun tretjih oseb, lahko opravlja samo banka skrbnica na osnovi pismene pogodbe s stranko v svojem imenu in za račun stranke. Še preden je zakon stopil v veljavo, je ATVP s posebnim pravilnikom določila vrste skrbniških storitev, postopek izdajanja dovoljenja za opravljanje skrbništva ter druga pravila (Pravilnik o opravljanju poslov skrbništva, 2006).

Skrbniška banka mora pri Centralnem registru odpreti skrbniške račune, na katerih so vpisani vrednostni papirji strank. Skrbniški račun se lahko glasi na ime stranke skrbniške banke ali na zbirni skrbniški račun, ki se lahko odpre za investicijske sklade in globalne skrbniške banke (Deutsche Bank, Bank of N.Y. npr.).

Prvi dovoljenja za opravljanje poslov skrbništva sta bili izdani 5.1.2007, ko je ATVP na 46. redni seji izdala dovoljenje Raiffeisen banki in Balkan Investment banki. Raiffeisen banka strankam sicer že nudi posredovanje na Banjaluški borzi preko Zepter Komerc banke. Na 47. redni seji, 12.1.2007, je dovoljenje za opravljanje poslov skrbništva pridobila tudi Hypo Alpe Adria Bank.

5. PRIVATIZACIJA

Privatizacija pomeni prodajo in prenos državnega kapitala v podjetjih v last domačih in tujih fizičnih in pravnih oseb. V RS je del skupne ekonomske in razvojne politike. Osnovna principa sta transparentnost in enakovrednost vseh akterjev (Direkcija za privatizacijo, 2007).

Privatizacija v RS je potekala z razdelitvijo vavčerjev med pribivalstvo po načelu določenih kriterijev, katerih vrednost ni bila izražena v denarju, kot na primer v Sloveniji in federaciji BiH, pač pa v številu enot. Del premoženja pa je bil namenjen para-državnim skladom z namenom financiranja bodočega razvoja, izvajanja aktivne zaposlovalne politike, poplačila preteklih krivic ter pokrivanja pokojninske vrzeli. Državljeni so lahko postali neposredni solastniki družbenih podjetij ali pa so vavčerje vložili v privatizacijske sklade – PIF-e (Simić, 2006).

V eni izmed študij Dušan Mramor (1996, str. 21) podaja ugotovitev, da primarni cilj vavčerske privatizacije, kakršni smo bili priča v večini držav nekdanje Jugoslavije, ni izpostavitve učinkovito ekonomijo temveč razdelitev družbenega premoženja državljanom in tujcem. Šele po tej fazi naj bi postala učinkovita ekonomija primarni gospodarski cilj v teh državah.

5.1. ZAKON O PRIVATIZACIJI

Zakon o privatizaciji je bil sprejet že leta 1996, vendar je bil zaradi svoje sestave in značilnosti deležen mnogih kritik mednarodne skupnosti. V skladu z določili tega zakona naj bi se 47 % državnega premoženja v podjetjih razdelilo med sedem državno upravljanih skladov v obliki delnic brez glasovalne pravice. Preostalih 38 % premoženja pa naj bi se prek loterije razdelilo med trenutne prebivalce RS (Priatelj, 2001, str. 28, 29).

Na podlagi teh kritik je vlada RS leta 1998 sprejela nov privatizacijski zakon, čigar glavno načelo je javna udeležba v procesu privatizacije, kjer imajo vsi udeleženci enako pravico, da se odločijo za investiranje v različna podjetja. Zakon v 15. členu navaja sredstva, s katerimi je možno priti do lastniškega deleža v privatizaciji namenjenih podjetjih:

- vavčerji, ki so dodeljeni državljanom na osnovi Zakona o privatizaciji,
- dodatni vavčerji, ki so bili dodeljeni borcem, družinam preminulih in pogrešanih borcev in vojnim invalidom za obdobje po 17. avgustu 1990 do dneva demobilizacije po Zakonu o pravicah borcev,
- kuponi, ki so izdani kot nadomestilo za terjatve na osnovi zamrznjenih deviznih bančnih vlog,
- denar.

Pravico do vavčerjev so dobili vsi državljani RS, ki so živeli na tem prostoru do 31. marca 1991 (Gagula, 1999). Borci, družine preminulih in pogrešanih borcev, vojni invalidi in pripadniki vojne rezerve so imeli pravico do dodatnega števila vavčerjev. Kriterije o dodelitvi vavčerjev je določala Narodna skupščina RS na predlog Vlade RS. Subjekt, ki je imel terjatve na osnovi starega deviznega varčevanja v banki na območju RS in je bil državljani RS, je imel pravico do kuponov za nakup delnic. Fizična oseba, ki ima pravico do teh terjatev, odloča o dodelitvi kuponov za del ali za celotno varčevalno vsoto (Zakon o privatizaciji državnega kapitala, 1998).

Vavčerji so bili izdani v nematerializirani obliki in so se lahko izkoristili izključno za nakup delnic v času vavčerske ponudbe. Po zaključku vavčerske ponudbe so vavčerji prenehali veljati. Vavčerska ponudba je veljala dve leti od dneva vpisa na njihov Enoten privatizacijski račun. Kuponi pridobljeni na osnovi starega deviznega varčevanja se lahko uporabljajo do konca trajanja privatizacije. Vavčerje so lahko državljani vložili neposredno v podjetja, v PIF-e, jih prodali ali podarili.

Zakon sicer dovoljuje tudi nakupe in prodaje vavčerjev in kuponov deviznega varčevanja, a zaradi visokih stroškov trgovanja in odstotnosti nominalne vrednosti nikoli ni zaživelo (Priatelj, 2001, str.29). Taksa za prodajo in podaritev vavčerjev je znašala 10 KM.

V RS je bilo skupaj izdano 1.420.000 kontrolnih izvodov, ki so upravičencem zagotavljali 53 milijonov vavčerjev. Razdeljevanje vavčerjev je nadzirala Služba plačilnega prometa, ki je vavčerje vsakega upravičenca vodila na Enkratnem privatizacijskem računu (Ilić, 2000).

Do 15.marca 2001, ko je bila vavčerska ponudba uradno zaključena, je bilo v RS izdano 49.203.000 vavčerjev. Razmerje med osnovnimi in dodatnimi vavčerji je bilo skoraj 1:1 oziroma rahlo v prid osnovnih. V PIF-e je bilo vloženih 28.097.568 vavčerjev, kar predstavlja 57,11 % vseh. Neposredno v podjetja je bilo vloženih 13.032.077 oziroma 26,48 % vseh vavčerjev. Skupaj je bilo vloženih 83,59 % vseh vavčerjev. Od skupnega števila vavčerjev jih je bilo 16.644 oziroma 0,03 % prodanih. Na osnovi dedovanja je bilo prenesenih 40.350 vavčerjev oziroma 0,82 % vseh. Na končni listi za vavčer ponudbo je bil ponujen državni kapital v 819 podjetjih, od katerih je bilo 181 strateških, kjer je bilo za vavčer ponudbo namenjeno največ 20 % državnega kapitala, v ostalih podjetjih, kjer je državni kapital bil večji od 300.000 KM, pa je bil delež za vavčer ponudbo 55 odstoten (Jakšić, Gujaničić, 2007; Miljanović, 2003).

Zakon o privatizaciji podjetij v RS iz leta 1998 navaja kot cilje:

- omogočiti prehod v tržno ekonomijo,
- jasna določitev lastninskih pravic,
- socialna stabilnost,
- ureditev zamrznjenih deviznih prihrankov,
- ureditev materialne podpore za financiranje sistema pokojnin,

- ustvaritev materialne podpore za odškodnine podržavljene lastnine,
- omogočiti primerno odškodnino bivšim vojakom, vojnim veteranom in invalidom ter njihovim družinam,
- skrb za razvoj likvidnosti trga kapitala.

Popravek zakona iz leta 2005 navaja nekoliko razvojno bolj naravnane cilje. Tako so novi cilji privatizacije:

- hitrejša gospodarska rast v pogojih tržnega gospodarstva,
- ohranitev produktivne zaposlenosti in ustvarjanje pogojev za nova delovna mesta,
- tehnološka modernizacija gospodarstva,
- uvajanje novih, modernih in učinkovitejših metod upravljanja v gospodarstvo,
- vključevanje gospodarstva in njenih podjetij v razvojne tokove evropskih in svetovnih gospodarstev ter v mednarodno tržišče kapitala,
- podpora podjetniški rasti,
- podpora vključevanju podjetnikov, ki poslovno aktivnost opravljajo v tujini in prispevajo k razvoju domačega gospodarstva.

Zakon določa pogoje in postopek prodaje ter prenosa državnega kapitala v podjetjih v RS v last domačih in tujih fizičnih in pravnih oseb. Predmet privatizacije je državni kapital podjetij v državni ali mešani lasti pod pogojem, da podjetje ni predmet stečajnega ali likvidacijskega postopka. Podjetje ne sme prodajati stalnih sredstev od dne, ko stopi ta zakon v veljavo, do dne registracije nastalih lastniških sprememb v sodni register. Predmet privatizacije ne morejo biti naravna bogastva, dobrine v javni rabi, objekti splošnega kulturnega in zgodovinskega značaja, ki so podjetjem dana v uporabo. Stanovanja v državni lasti, poslovni prostori, garaže in drugo državno premoženje se v RS privatizira na osnovi posebnih zakonov.

Kupci v postopku privatizacije so lahko domače in tuje fizične in pravne osebe. Državni organi, organizacije in podjetja iz BiH, v katerih je državni kapital večji od 25 odstotkov in domače fizične in pravne osebe, ki niso poravnale davčnih obveznosti, ne morejo biti kupci v postopku privatizacije.

V postopku privatizacije se 10 odstotkov državnega kapitala prenese na Sklad PIZ in 5 odstotkov na Odškodninski sklad. Pri strateških podjetjih se na navedena dva para-državna sklada prenese prej omenjeno število odstotkov ali manj, skupaj pa mora država obvladovati več kot 51 % podjetja. V vavčer ponudbo gre lahko največ 20 % strateškega podjetja. Podjetja, v katerih je vrednost državnega kapitala izkazana v začetni bilanci nižja od 300.000 KM, so izvzeta iz prenosa delnic državnega kapitala na para-državna sklada. Vseeno pa je s prodajo državnega kapitala v podjetjih z otvoritveno bilanco nižjo od 300.000 KM RS obvezana, da v roku 15 dneh od vplačila prodajne vrednosti vplača 10 odstotkov dobljenega zneska Skladu PIZ, Skladu za obnovo pa 5 odstotkov.

Po Zakonu morajo podjetja izvesti naslednje korake za pripravo na privatizacijo:

- priprava osnovnih podatkov o podjetju in njegovem poslovanju,
- priprava predlagane metode privatizacije,
- predlog načina plačila,
- priprava začetne bilance stanja,
- predvidevanja o obsegu in strukturi zaposlenih po privatizaciji.

V kolikor podjetja v 90 dneh od stopitve Zakona v veljavo prej naštetih korakov ne opravijo, lahko odločitev o privatizaciji državnega kapitala sprejme Direkcija za privatizacijo.

5.2. DIREKCIJA ZA PRIVATIZACIJO

Direkcija za privatizacijo je samostojna republiška upravna organizacija, ki je pooblaščen za prodajo državnega kapitala in prestrukturiranje podjetij z večinskim državnim kapitalom, ki je predmet privatizacije. Direkcija je pooblaščen za prodajo državnega kapitala in prestrukturiranje podjetij z večinskim državnim kapitalom. Pogoji in postopek za prodajo in prenos državnega kapitala v podjetjih v last domačih in tujih fizičnih in pravnih oseb so zapisani v Zakonu o privatizaciji državnega kapitala (1998), direkcija pa je osnovana z *Zakonom o administrativnoj službi u upravi RS* in *Zakonom o ministarstvima*.

Direkcija podaja predloge in sodeluje pri pripravi zakonov in drugih predpisov s katerimi se regulira postopek privatizacije, vodi evidence v postopku privatizacije, objavlja druge posle, ki so povezani s procesom privatizacije v RS. Direkcija za svoje delo odgovarja vladi RS.

Direkcija na svoji spletni strani objavlja tudi, katere pakete delnic bo v naslednjem mesecu prodajala preko borze na podlagi avkcij.

Agencija za privatizacijo deli podjetja na 3 segmente:

1. Strateška podjetja.

Pri strateških podjetjih je prevladujoča metoda prodaje tender, ki je sicer lahko variabilni ali fiksni v kombinaciji z neposredno izbiro kupca. Na dan 10.12.2006 je bilo v tej skupini še 72 neprodanih podjetij.

2. Podjetja s kapitalom do 300.000 KM na dan 30.06.1998.

Pri podjetjih s kapitalom do 300.000 KM na dan 30.06.1998 so predvidene metode prodaje direktna prodaja, prodaja preko borze ali licitacija. Na dan 10.12.2006 je bilo v s tej skupini še 98 neprodanih podjetij.

3. Podjetja s kapitalom nad 300.000 KM na dan 30.06.1998.

Pri podjetjih s kapitalom nad 300.000 KM na dan 30.06.1998 so predvidene metode prodaje direktna prodaja, prodaja preko borze, prodaja zaposlenim, licitacija in tender. Na

dan 10.12.2006 je bilo v tej skupini še 126 neprodanih podjetij. Pri teh podjetjih je najmanj 55 odstotkov družbenega premoženja prešlo v zasebne roke preko vplačila z vavčerji, 5 odstotkov je dobil Sklad za obnovo, 10 odstotkov sklad PIZ, 30 odstotkov pa naj bi bilo prodanih preko ene izmed metod privatizacije (Gagula, 1999).

Za preučitev pomembnejših vprašanj iz delokroga dela Direkcije za privatizacijo je pristojen strokovni svet. Njegove naloge so:

- oblikovanje strategije privatizacije, še posebno strateških podjetij in prestrukturiranja,
- analiza delovnih aktov in načrt zakonskih in podzakonskih predpisov,
- planiranje in analiza velikosti, strukture in dinamike prodaje in izdelava poročil,
- omogočenje enkratnih privatizacij,
- vodenje odnosov z drugimi institucijami zakonodajne in izvršne oblasti in mednarodnimi institucijami,
- vodenje odnosov s strateškimi kupci,
- promocija in odnosi z javnostjo,
- reševanje tožb na drugostopenjskem postopku.

Metode privatizacije so :

1. Licitacija podjetja.

Licitacija podjetja je možna na dva načina. Prvi je, da ponudniki zvišujejo ponudbo, specialna licitacija oziroma nizozemska avkcija pa pomeni, da se cena postopno znižuje dokler ne prispe prva ponudba.

2. Variabilni tender.

3. Fiksni tender.

4. Direktna prodaja.

5. Prodaja preko borze.

6. Neposredna izbira kupca.

Neposredna izbira kupca je mogoča na predlog vlade in v soglasju z Narodno skupščino RS, kot izključna metoda privatizacije pa se lahko uporablja le za strateška podjetja, t.j. podjetja iz panoge proizvodnje in distribucije električne energije, naftne industrije, železniške infrastrukture, telekomunikacij, vodnega gospodarstva, rudarstva in gozdne industrije, javnih medijev, iger na srečo, proizvodnje orožja in ostalih podjetij strateškega značaja.

7. Postopek prevzema.

8. Prodaja zaposlenim (ESOP model).

Delavsko delničarstvo je bilo omogočeno šele s spremembo privatizacijskih zakonov v septembru 2006. Pravico do nakupa delnic imajo delavci z minimalno enoletnim delovnim stažem, delnice pa lahko izplačajo tudi z neizplačanimi plačami. Nakup mora izvršiti najmanj 30 odstotkov zaposlenih, cena delnice pa tako znaša 70 odstotkov knjigovodske vrednosti (Knezović, 2006d).

Prodaja zaposlenim v podjetju se vrši pod posebnimi pogoji glede na vsakokratno odločitev vlade. Dva mogoča pogoja sta:

- popust na potrjeno prodajno ceno, ki se potrjuje posamično za vsakega kupca v odstotku glede na delovno dobo v podjetju (za vsako leto dela dobijo zaposleni dodaten enoodstotni popust),
- kasnejše plačilo, vendar največ za dobo 20 let (Pravila za prodajo zaposlenim v podjetju, 2006) .

9. *Kombinacija metod*

Poleg prodajne cene, ki jo potrjuje vlada, je poleg upoštevanja finančnega, kadrovskega in tehničnega stanja podjetja pomembno, da prevzemnik izpolnjuje sledeče pogoje:

- ohranitev opravljanja glavne dejavnosti v okviru registriranih dejavnosti podjetja in njena širitev,
- ohranitev števila zaposlenih oziroma zmanjševanje števila le-teh v skladu s predpisi,
- potrebna investicijska vlaganja.

Pooblaščen prodajalec lahko izvede postopek finančnega preoblikovanja podjetja v skladu s posebnim zakonom, če oceni, da je privatizacija podjetja v večinski lasti v obstoječem stanju neizvedljiva ali finančno neprimerna. Postopek preoblikovanja se lahko izvede tudi v podjetjih, ki niso zajeta v posebnem zakonu po posebnem programu, ki ga izvede pooblaščen prodajalec, sprejme pa ga skupščina delničarjev.

Tabela 12: Število privatiziranih podjetij glede na metodo privatizacije v RS do 31.12.2006

Metoda privatizacije	Št. podjetij
Licitacija podjetja do 300.000 KM	110
Licitacija podjetja nad 300.000 KM	270
Variabilni tender	57
Fiksni tender	19
Direktna prodaja do 300.000 KM	34
Direktna prodaja preko 300.000 KM	10
Prodaja preko borze (paketi)	176
Neposredna izbira kupca	0
Postopek prevzema	1
Prodaja zaposlenim (ESOP)	0
Kombinacija metod	0
SKUPAJ:	677

Vir: Direkcija za privatizacijo, 2007.

Glede na metode privatizacije so med najbolj priljubljenimi licitacije in prodaje paketov na borzi. Prodaja zaposlenim zaradi poznega sprejetja zakona še ni zaživela.

5.3. AVKCIJE NA BANJALUŠKI BORZI

Na Banjaluški borzi se občasno prirejajo avkcije za prodajo državnega kapitala, kar predstavlja eno od zakonsko reguliranih oblik privatizacije državnega kapitala v podjetjih s

sedežem na teritoriju RS (Eurobroker, 2007). 20.8.2003 je bila na Banjaluški borzi izvedena prva avkcija za pakete državnega kapitala.

Povprečna velikost državnega deleža, ki je predmet na avkciji, znaša med 25 in 30 odstotki skupnega kapitala podjetja. Kupci sodelujejo na avkciji preko borznih posrednikov, to pa so lahko domače in tuje fizične in pravne osebe. Samo gotovina je sredstvo za plačilo kupljenih delnic na avkciji. Kupone starega deviznega varčevanja v te namene ni možno koristiti.

Za obveznosti kupca v celoti odgovarjajo borzni posredniki. Iz tega razloga ti od stranke zahtevajo obliko zavarovanja plačila ter delnic (namenski depozit, bančne garancije ipd.). Rok za plačilo državnega kapitala preko borze je 15. dan po opravljeni avkciji.

Tabela 13: Prodani paketi delnic iz naslova državnega kapitala na Banjaluški borzi po metodi avkcije v letih 2002-2006

2003	71
2004	67
2005	34
2006	4

Vir: Centralni register, 2007.

5.4. PRIVATIZACIJSKA BILANCA IN NAČRTI

Podobno kot v Federaciji BiH je tudi v RS privatizacija potekala prepočasi in zaostajala za načrti. Med najpomembnejše razloge za zamude sodijo prepozne priprave otvoritvenih bilanc, nejasna dokumentacija malih delničarjev, pomanjkanje preglednosti, nerazrešena odškodninska vprašanja, težave pri zbiranju podatkov o vojaki, ki so sodelovali v vojni, in ostalih prebivalcih (Priatelj, 2001, str. 48).

Od začetka privatizacije v RS leta 1999 je bilo prodano državno premoženje v 670 podjetjih, ustvarjen prihodek pa je tako do septembra 2006 znašal 119,84 milijona evrov. Od tega zneska je država 93 milijonov evrov dobila v obliki kuponov zamrznjenega deviznega varčevanja, 26,84 milijona evrov pa v gotovini. Prodaja podjetij z bilanco nižjo od 300.000 KM je doprinesla 6 milijonov evrov. Pri prodaji večjih podjetij je država beležila prihodke v višini 94 milijonov evrov. Do 1.9.2006 je bilo prodano 57 strateških podjetij, prihodek od teh deležev znaša 20 milijonov evrov. V letu 2006 je Direkcija za privatizacijo beležila skupaj 14,9 milijona evrov prihodkov, kar naj bi predstavljalo največ v zadnjih sedmih letih (Knezović, 2006e).

Minister za gospodarstvo, energetiko in razvoj Milan Jelić je potrdil, da vlada razmišlja o prodaji državnega lasništva v strateških podjetjih in sicer Telekomu Srpske, Elektroprivrede RS, Šume RS, Trudbenika iz Doboja, trgovske hiše Boska iz Banje Luke ter Hidrogradnje iz Pal (Knezović, 2006f).

Nakup Telekoma Srbije je že napovedal Telekom Srbije, ki je z najvišjo ceno na tenderju premagal mobilna operaterja Telenor iz Švedske in Mobilkom iz Avstrije. Za 65 odstotni državni delež naj bi plačal 646 milijonov evrov. 16. septembra 2006 je bil podpisan protokol o prodaji treh naftnih podjetij in sicer Rafinerije nafte Bosanski Brod, Rafinerije ulja Modriča in Petrola iz Banje Luke. Problem navedenih podjetij so visoki pretekli dolgovi, kar naj bi vodilo do skupne prodajne cene okoli 100 milijonov evrov (Knezović, 2006g).

17.4.2006 je nova vlada sprejela *Zakon o reviziji privatizacije državnog kapitala u preduzećima i bankama* (v nadaljevanju: *Zakon o reviziji privatizacije*, 2006). Dejansko je s tem vlada ustanovila Komisijo za revizijo za preverjanje odločitev in postopkov bivše Vlade, Direkcije za privatizacijo, Ministrstva za finance, Komisije za privatizacijo bank in drugih državnih organov.

6. PRIHODNJI RAZVOJ

Banjaluška borza je za leto 2007 najavila razširitev števila podjetij v uradni kotaciji na 30 novih, od katerih jih je 15 že vložilo vlogo za uvrstitev na to ta del trga. Direktor Banjaluške borze Božić napoveduje prihod do zdaj privatne družbe Integral Inženjering Laktaši na borzo, kar bi bil prvi tak primer na območju bivše Jugoslavije.

V letu 2007 je napovedano tudi oblikovanje posebnega indeksa BiH, ki bo uvrščen na Dunajsko borzo, in bo informacije o dogajanju na domači borzi sporočal mednarodnim investitorjem. Poleg tega naj bi bila sprejeta zakonodaja za oblikovanje prvih vzajemnih skladov (Banjaluška borza, 2007).

Napovedana je tudi organizacija mednarodne konference na kateri bo predstavljeno članstvo Banjaluške borze v organizaciji Svetovnih in evropskih federacij borz (Na BLSE promet u 2006. godini 380 miliona KM, 2006).

Razvoj Banjaluške borze bo v prihodnosti močno odvisen od delovanja ATVP, saj je ta v fazi priprave pravnega okvira za funkcioniranje investicijskih skladov. Ta okvir predvideva oblikovanje zakonske podlage za delovanje različnih tipov odprtih in zaprtih javnih in privatnih investicijskih skladov (Šljivar, 2006).

7. SKLEP

Trg kapitala predstavlja kot stičišče ponudbe in povpraševanje po dolgoročnih finančnih sredstvih ključni segment celotnega finančnega sistema. Izkušnje mnogih držav potrjujejo, da imajo gospodarstva z razvitim trgom kapitala hitrejši in učinkovitejši razvoj, so stabilnejša in imajo več možnosti za prilagoditev na nenadne gospodarske spremembe.

Razvit trg kapitala lahko poleg možnosti za zagotovitev cenejših in kvalitetnejših izvorov financiranja hkrati ustvarja možnosti za hitrejše vključevanje v mednarodne toke kapitala in mednarodno konkurenco. Podjetja, ki nimajo dolgoročnih načrtov o vključevanju v mednarodno konkurenco nimajo možnosti za uspešno nadaljevanje poslovanja, še posebej če so omejena na manjše lokalne trge. Nedavno uspela 1. konferenca Banjaluške borze potrjuje predpostavko o vključevanju RS v povezovanje v okviru jugovzhodne Evrope.

Vloga ATVP je na tako hitro rastočih trgih kapitala, kot je Banjaluški, izjemno pomembna. V letu 2006 je s sprejetjem in popravki številnih zakonov in pravilnikov vzpostavila izjemno konkurenčne pogoje, ki so doprinesli k prihodu tujih investorjev predvsem iz ožje geografske okolice.

Prav tako pomemben element uspešnega delovanja trga kapitala predstavlja vladna politika, ki je naklonjena k hitri uvrstitvi strateških podjetij na borzo in aktivnejšemu umiku države iz lastniških struktur skupaj v povezavi z ničelno obdavčitvijo kapitalskih dobičkov in dividend. Konkurenčno okolje je vzpostavljeno tudi z možnostjo hitrega odpiranja podjetij in nasploh razvojno naravnano davčno politiko.

Banjaluška borza je s prenovo svojih spletnih strani, ažurnimi objavami o poročanju podjetij in PIF-ov nedvomno odprla vrata resnim tujim portfeljskim vlagateljem. Centralni register z ažurno osveženo delniško knjigo prvih 10 delničarjev, do katere je dostop brezplačen, prispeva k zahtevani transparentnosti.

Kapitalski trg v Banja Luki ne more ponuditi hitro rastočih podjetij iz informacijske tehnologije, ponudi pa lahko podjetja, ki svoje poslovanje razkrivajo ažurno in dosledno ter se zavedajo pomena tujih vlaganj.

LITERATURA

1. Čadež Tina: Bosanski pifi donosni, a tvegani. Dnevnik, Ljubljana, 2005, št. 152, str. 18.
2. Džombić Aleksandar: Aktivnosti Vlade Republike Srpske u vezi sa unapređenjem tržišta kapitala. [URL: http://www.blse.ba/Aleksandar_Dzombic.pdf], 19.5. 2006.
3. Gagula Biljana: Privatizacija je jedini proces u RS koga su jednodusno podržali svi politički i ekonomski faktori, jer svako čeka svoj »djelac« kolaca. Nezavisne novine. [URL: http://www.suc.org/news/flash/archive/03_09_99.html], 3.3.1999.
4. Ivić Petra: Kako uložiti vaučere?. AIM-Sarajevo. [URL: <http://www.aimpress.ch/dyn/pubs/archive/data/200009/00923-005-pubs-sar.htm>], 23.9.2000.
5. Jakšić Bojana, Gujaničić Nenad: Republika Srpska: Mnogo vlasnika – kilavo preduzeće. Ekonomist magazin. [URL: <http://www.ekonomist.co.yu/magazin/perspektive/0102/reflektor1.htm>], 18.1.2007.
6. Klincov P.: »Bors invest« prvi na udaru. Nezavisne novine. [URL: <http://www.nezavisne.com/dnevne/ekonomija/ek04172006-02.php>], 17.4.2006.
7. Knezović Gorden: Hrvati odmah iz Slovenaca po ulaganjima na Banjalučkoj burzi. Poslovni dnevnik. [URL: <http://www.poslovni.hr/31288.aspx>], 16.1.2007.
8. Knezović Gorden: RS privatizira registar vrijednosnih papira. Poslovni dnevnik. [URL: <http://www.poslovni.hr/5773.aspx>], 15.2.2006a.
9. Knezović Gorden: RS bez poreza na trgovanje dionicama. Poslovni dnevnik. [URL: <http://www.poslovni.hr/29469.aspx>], 19.12.2006b.
10. Knezović Gorden: Dodik osniva Investicijsku banku. Poslovni dnevnik. [URL: <http://www.poslovni.hr/8723.aspx>], 23.3.2006c.
11. Knezović Gorden: Radničko dioničarstvo i u Republici Srpskoj. Poslovni dnevnik. [URL: <http://www.poslovni.hr/22290.aspx>], 19.9.2006d.
12. Knezović Gorden: RS zaradio 100 milijuna eura na privatizaciji. Poslovni dnevnik. [URL: <http://www.poslovni.hr/21613.aspx>], 11.9.2006e.
13. Knezović Gorden: RS razmatra prodaju strateških poduzeća na Banjalučkoj burzi. Poslovni dnevnik. [URL: <http://www.poslovni.hr/22872.aspx>], 26.9.2006f.
14. Knezović Gorden: Kupci procjenjuju strateška preduzeća Republike Srpske. Poslovni dnevnik. [URL: <http://www.poslovni.hr/24107.aspx>], 11.10.2006g.
15. Kusmuk Zorica: Fond PIO kupuje akcije u »Elektroprivredi RS«. Nezavisne novine. [URL: <http://www.nezavisne.com/vijesti.php?vijest=1021&meni=5>], 11.10.2006.
16. Levine Ross: Stock markets, growth and tax policy. Journal of Finance, 46(1991), 4, str. 1445-1465.
17. Miljanović Mirjana: PIF-ovi na berzi. Patriot Magazin, št. 55. [URL: <http://www.patriotmagazin.com/arhiva/0055/media/0010.htm>], 24.2.2003.

18. Mramor Dušan: Primary Privatization Goal in Economies in Transition. International Review of Financial Analysis. Birmingham : University of Alabama, 1996. 23 str.
19. Naceur Samy Ben, Ghazouani Samir: Stock markets, banks, and growth in some MENA region countries. B.k. : University of Tunis, 2003. 15 str.
20. Prijatelj Nataša: Privatizacija podjetij v Bosni in Hercegovini. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 51 str.
21. Prstec Igor: RS odustala od uvođenja poreza na kapitalnu dobit. Poslovni dnevnik. [URL: <http://www.poslovni.hr/31199.aspx>], 18.12.2006.
22. Ribnikar Ivan, Košak Marko: Financial Sectors in Transition Economies. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 7, str. 125, 133.
23. Simić Dražen: Masovna privatizacija u BiH. AIM-Sarajevo. [URL: <http://www.aimpress.ch/dyn/pubs/archive/data/200012/01216-002-pubs-sar.htm>], 16.12.2000.
24. Šljivar Božana: Zakon o investicionim fondovima u RS – očekivanja i perspektive. Predstavitev. Banja Vrućica : Komisija za hartije od vrijednosti. 1. međunarodna konferencija Banjalučke berze. [URL: <http://www.blse.ba/024.sljivar.pdf>], 18.5. 2006.

VIRI

1. ATVP. [URL: <http://www.sec.rs.ba/>], 28.1.2007.
2. Banjaluška borza. [URL: <http://www.blberza.com>], 28.01.2007.
3. Banking Structures in the new EU member states. Frankfurt am Main : ECB, 2005. 44 str.
4. Centralni register. [URL: <http://www.crhovrs.org/#>], 28.1.2007.
5. Country Report Bosnia-Hercegovina. London : Economist Intelligence Unit, 2006. 12 str.
6. Custody poslovi za Raiffeisen i Balkan Investment banku. Investitor. [URL: http://investitor.ba/index.php?option=com_content&task=view&id=279&Itemid=26], 11.1.2007.
7. Direkcija za privatizaciju. [URL: <http://www.rsprivatizacija.com>], 07.01.2007.
8. Eurobroker. [URL: <http://www.eurobroker.ba/srp/blok.php>], 1.1.2007.
9. Hypo Broker vodeća kuća na Banjaluškoj berzi. Investitor. [URL: http://investitor.ba/index.php?option=com_content&task=view&id=239&Itemid=27], 3.1.2007.
10. Na BLSE promet u 2006. godini 380 miliona KM. Investitor. [URL: http://investitor.ba/index.php?option=com_content&task=view&id=211&Itemid=27], 28.12.2006.
11. Narodna skupština RS. [URL: <http://www.narodnaskupstinars.net>], 29.12.2006.
12. Pravila za prodaju zaposlenim v podjetjih (Službeni glasnik RS, št. 97/06).
13. Pravilnik o opravljanju poslov skrbništva (Službeni glasnik RS, št. 54/06).
14. Republički zavod za statistiko RS. [URL: <http://www.rzs.rs.ba>], 12.2.2007.
15. Zakon o Centralnom registru (Službeni glasnik RS, št. 24/98).

16. Zakon o Delniškem skladu (Službeni glasnik RS, št. 56/06).
17. Zakon o investicijskih skladih (Službeni glasnik RS, št. 92/06).
18. Zakon o Odškodninskem skladu (Službeni glasnik RS, št. 56/06).
19. Zakon o PIF-ih (Službeni glasnik RS, št. 24/98).
20. Zakon o podjetjih (Službeni glasnik RS, št. 24/98, št. 97/04).
21. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (Službeni glasnik RS, št. 92/06).
22. Zakon o prevzemih (Službeni glasnik RS, št. 64-II/02).
23. Zakon o privatizaciji državnega kapitala (Službeni glasnik RS, št. 24/98).
24. Zakon o reviziji privatizacije (Službeni glasnik RS, št. 33/06).
25. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Službeni glasnik RS, št. 92/06).
26. Zakon o vrednostnih papirjih (Službeni glasnik RS, št. 24/98).

SLOVARČEK

Banjalučka berza hartija od vrijednosti a.d.	Banjaluška borza vrednostnih papirjev d.d.
Centralni registar hartija od vrijednosti a.d.	Centralni register vrednostnih papirjev d.d.
Direkcija za privatizaciju	Direkcija za privatizaciju
Fond stanovanja	Sklad za stanovanja
Fond za razvoj i zapošljavanje	Sklad za razvoj in zaposlovanje
Fond za upravljanje nekretninama i potraživanjima u vlasništvu RS	Sklad za upravljanje z nepremičninami in terjatvami v lastništvu RS
Investiciono-razvojna banka	Investicijsko-razvojna banka
Komisija za hartije od vrijednosti	Agencija za trg vrednostnih papirjev
Međunarodna konferencija	Mednarodna konferenca
Ministarstvo za ekonomske odnose i koordinaciju	Ministrstvo za ekonomske odnose in koordinaciju
Poreska uprava	Davčni urad
Pravila za prodaju zaposlenima u preduzećih	Pravila za prodajo zaposlenim v podjetjih
Pravilnik o obavljanju kastodi poslova	Pravilnik o opravljanju poslov skrbništva
Privatizacioni-investicioni fond	Privatizacijsko investicijski sklad
Skupština Republike Srpske	Skupščina Republike Srbske
Službeni glasnik	Uradni list
Zakon o administrativnoj službi u upravi RS	Zakon o administraciji uprave RS
Zakon o Akcijskem fondu	Zakon o delniškem skladu
Zakon o Fondu za restituciju	Zakon o skladu za obnovo
Zakon o hartijama od vrijednosti	Zakon o vrednostnih papirjih
Zakon o investicionim fondovima	Zakon o investicijskih skladih
Zakonom o ministarstvima	Zakon o ministrstvih
Zakon o penzijskom i invalidskom osiguranju	Zakon o pokojninskom in invalidskem zavarovanju
Zakon o PIF-ovima i društvima za upravljanje privatizacionih fondovima	Zakon o PIF-ih in družbah za upravljanje privatizacijskih skladov
Zakon o preduzećima	Zakon o podjetjih
Zakon o preuzimanju akcionarskih društava	Zakon o prevzemih delniških družb
Zakon o tržištu hartija od vrijednosti	Zakon o trgu vrednostnih papirjev

SEZNAM OKRAJŠAV

KM	konvertibilna marka
RS	Republika Srbska
ATVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev
BDP	bruto domači proizvod
DUF	družba za upravljanje privatizacijskega sklada
PIF	privatizacijsko-investicijski sklad
ZVP	Zakon o vrednostnih papirjih
ZTVP	Zakon o trgu vrednostnih papirjev

PRILOGE

Priloga 1: Delnice izdajateljev, s katerimi se trguje na kontinuiran način

BIRA-R-A	BIRAČ AD ZVORNIK
BLBP-R-A	PIF BLB-PROFIT AD BANJA LUKA
BLKP-R-A	BALKAN INVESTMENT FOND AD BANJA LUKA
BLPV-R-A	BANJALUČKA PIVARA AD BANJA LUKA
BOKS-R-A	BOKSIT AD MILIĆI
BRSP-R-A	PIF BORS INVEST FOND AD BANJA LUKA
BVRU-R-A	ZTC BANJA VRUĆICA AD TESLIĆ
DEST-R-A	HEMIJSKA INDUSTR. DESTILACIJE AD TESLIĆ
EDPL-R-A	ELEKTRODISTRIBUCIJA AD PALE
EINP-R-A	EUROINVESTMENT FOND AD BANJA LUKA
EKBL-R-A	ELEKTROKRAJINA AD BANJA LUKA
EKHC-R-A	ELEKTROHERCEGOVINA AD TREBINJE
EKVP-R-A	PIF AKTIVA INVEST FOND AD GRADIŠKA
ELBJ-R-A	ELEKTRO-BIJELJINA AD BIJELJINA
ELDO-R-A	ELEKTRO DOBOJ AD DOBOJ
HEDR-R-A	HIDROELEKTRANE NA DRINI AD VIŠEGRAD
HELV-R-A	HIDROELEKTRANE NA VRBASU AD M.GRAD
HETR-R-A	HIDROELEK. NA TREBIŠNJICI AD TREBINJE
INVP-R-A	PIF INVEST NOVA FOND AD BIJELJINA
JHKP-R-A	PIF JAHORINA KOIN AD PALE
KRIP-R-A	KRISTAL INVEST FOND AD BANJA LUKA
PLRP-R-A	POLARA INVEST FOND AD BANJA LUKA
PRVP-R-A	PIF PRIVREDNIK AD BANJA LUKA
RFUM-R-A	RAFINERIJA ULJA AD MODRIČA
RITE-R-A	R I TE GACKO AD GACKO
RNAF-R-A	RAFINERIJA NAFTE AD BOSANSKI BROD
RTEU-R-A	R I TE UGLJEVIK AD UGLJEVIK
TLKM-R-A	TELEKOM SRPSKE AD BANJA LUKA
TRZN-R-A	TRŽNICA AD BANJA LUKA
VBBB-R-A	NLB RAZVOJNA BANKA AD BANJA LUKA
VBIP-R-A	PIF VB FOND AD BANJA LUKA
VIBP-R-A	PIF VIB FOND AD BANJA LUKA
ZERS-R-A	ŽELJEZNICE RS AD, DOBOJ
ZPTP-R-A	PIF ZEPTER FOND AD BANJA LUKA
ZTPR-R-A	ŽITOPROMET AD BIJELJINA

Vir: Banjaluška borza, 2007.

Priloga 2: Tržna kapitalizacija po mesecih v KM

Leto	Mesec	Borzna kotacija	Prosti trg	Skupaj
2005	januar	993.306.987	881.095.722	1.874.402.709
2005	februar	1.019.607.139	861.997.614	1.881.604.753
2005	marec	1.047.320.441	769.858.982	1.817.179.423
2005	april	977.920.695	740.223.356	1.718.144.051
2005	maj	1.046.470.061	699.601.080	1.746.071.141
2005	junij	1.000.173.492	667.227.069	1.667.400.561
2006	januar	1.098.947.041	1.737.895.516	2.836.842.557
2006	februar	1.144.197.253	1.816.613.515	2.960.810.768
2006	marec	1.206.468.334	2.227.571.119	3.434.039.453
2006	april	1.246.696.596	2.524.911.975	3.771.608.571
2006	maj	1.294.939.719	2.724.390.389	4.019.330.108
2006	junij	1.267.670.600	2.788.431.258	4.056.101.858

Vir: Centralni register, 2007.

Priloga 3: Zbrani podatki o Banjaluških PIF-ih in DUF-ih

PIF	Lastnik DUF-a	Število zbranih vavčerjev	% zbranih vavčerjev	Število delničarjev na dan 12.2.2007	Število podjetij po zaključku vavčer ponudbe
PIF ZEPTER FOND AD BANJA LUKA	Zepter Komerc Banka (tuj kapital)	7.448.639	26,51	115.855	262
PIF INVEST NOVA FOND AD BIJELEJINA	Nova banka 55,13 % in druge domače pravne in fizične osebe	2.636.497	9,38	43.981	224
KRISTAL INVEST FOND AD BANJA LUKA	Akcionarsko društvo za konsalting I menadžment "KRISTAL KONSALTING" a.d. Banjaluka 30 % ter druge pravne in fizične osebe	3.224.829	11,48	51.537	111
PIF VIB FOND AD BANJA LUKA	KD Group 49 %	1.987.956	7,08	78.886	136
PIF JAHORINA KOIN AD PALE	Ni podatka	1.969.600	7,01	43.458	94
PIF BLB-PROFIT AD BANJA LUKA	BLB Ekspert-import d.o.o. (40 %) in drugih 10 domačih pravnih oseb	1.724.564	6,14	34.808	174
POLARA INVEST FOND AD BANJA LUKA	Triglav DZU d.o.o. (51%) in 4 domače fizične osebe	1.679.212	5,98	33.774	143
PIF VB FOND AD BANJA LUKA	VB Banka 55,56%, domače fizične osebe	1.526.090	5,43	29.904	
PIF AKTIVA INVEST FOND AD GRADIŠKA	PP Ekvator 40,80 % in druge domače fizične osebe	1.321.822	4,70	43.065	84
PIF BORS INVEST FOND AD BANJA LUKA	Boračka organizacija RS	1.263.637	4,50	13.118	236
BALKAN INVESTMENT FOND AD BANJA LUKA	Ukio banko investicije grupe" - 84,40 % (Litva), Asocijato turo valdymas" - 5,80 % (Litva), Balkan Investment Bank AD - 9,80 %	1.151.882	4,10	20.038	10
EUROINVESTMENT FOND AD BANJA LUKA	Glory Euroinvestment Fund Holdings Ltd, Ciper	1.082.895	3,85	9.917	110
PIF PRIVREDNIK AD BANJA LUKA	21 domačih fizičnih oseb	1.079.344	3,84	26.025	56
		28.096.967	100,00		

Vir: Banjaluška borza, 2007.