

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VLAGANJE V DELNICE V BOSNI IN HERCEGOVINI

IZJAVA

Študent _____ izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1 UVOD.....	1
2 INVESTIRANJE V TUJE DELNICE.....	2
2.1 OSNOVNI RAZLOG ZA INVESTIRANJE V TUJE DELNICE.....	2
2.2 TVEGANJE PORTFELJA IN NJEGOVA RAZPRŠITEV	3
2.3 DIVERZIFIKACIJA PORTFELJA NA RAZLIČNE TRGE KAPITALA	4
2.3.1 Razviti in porajajoči se trgi kapitala	4
3 TVEGANJA NA PORAJAJOČIH SE TRGIH KAPITALA	6
3.1 DEŽELNO IN/ALI POLITIČNO TVEGANJE.....	7
3.2 VALUTNO TVEGANJE	8
3.2.1 Transakcijsko tveganje	9
3.2.2 Ekonomsko tveganje	10
3.2.3 Pretvorbena tveganje.....	10
3.3 LIKVIDNOSTNO TVEGANJE.....	11
4 INVESTICIJSKO OKOLJE V BOSNI IN HERCEGOVINI (BIH)	12
4.1 MAKROEKONOMSKO OKOLJE	13
4.1.1 Nezaposlenost in plače	13
4.1.2 Denarni sistem.....	14
4.1.3 Fiskalna politika in proračun	16
4.1.4 Odnosi s tujino.....	16
4.1.4.1 Mednarodna menjava	17
4.1.4.2 Ureditve zunanjetrgovinskega poslovanja	18
4.1.4.3 Tuje neposredne investicije	19
4.2 PRIVATIZACIJA DRUŽBENE LASTNINE	20
4.2.1 Privatizacija v Federaciji BiH.....	21
4.2.2 Privatizacija v Republici Srbski.....	22
4.2.3 Trenutno stanje privatizacije v BiH.....	23
4.3 PRAVNA UREDITEV TRGA KAPITALA.....	23
4.4 TVEGANJA PRI PORTFELJSKIH VLAGANJIH V BiH.....	25
4.4.1 Deželno tveganje	25
4.4.2 Valutno tveganje	26
4.4.3 Likvidnostno tveganje	27
5 BORZI VREDNOSTNIH PAPIRJEV V BIH	29
5.1 SARAJEVSKA BORZA.....	29
5.1.1 Splošno o borzi in njenem delniškem indeksu.....	29
5.1.2 Organizacija trgovanja in čas trgovanja na Sarajevski borzi	29
5.1.3 Metode trgovanja na Sarajevski borzi	30
5.2 BANJALUŠKA BORZA	31
5.2.1 Splošno o borzi in njenih delniških indeksih.....	31
5.2.2 Organizacija trgovanja in čas trgovanja na Banjaluški borzi.....	32
5.2.3 Metode trgovanja na Banjaluški borzi.....	32
6 ANALIZA TRGOVANJA Z DELNICAMI V BIH.....	33
6.1 RAZVITOST TRGA DELNIC	33
6.2 LIKVIDNOST TRGA DELNIC	34
6.3 BORZNI INDEKSI IN NJIHOVA DONOSNOST	37
6.3.1 Indeks BIFX	37
6.3.2 Indeks BIRS	38
6.3.3 Indeks FIRS	40
7 SKLEP	43
LITERATURA.....	45
VIRI.....	47

1 Uvod

Za vlagatelja je cilj vlaganja v delnice doseganje največje pričakovane donosnosti in sprejemanje ustrezne ravni tveganja. Vsak finančni investitor bo torej izbral tisto kombinacijo med tveganjem in donosnostjo, ki mu pomeni največjo koristnost potrošnje.

Investitor lahko še nadalje razprši premoženje tako, da ga razporedi v delnice na različnih trgih kapitala. S tem bo tveganje dodatno zmanjšal, ne da bi se zato znižala pričakovana donosnost, hkrati pa mora pri odločanju o izbiri trgov kapitala v tujini najprej razmisliti in določiti, kolikšen delež razpoložljivega denarja namerava vložiti v delnice na razvitih trgih kapitala in kolikšnega na porajajoče se, perspektivne kapitalske trge.

Investiranje v delnice na porajajočih se trgih kapitala je zlasti za tuje investitorje, ki so z njimi slabše seznanjeni, precej bolj tvegano kot investiranje na razvite trge. Vlagatelji so izpostavljeni spremembam ekonomske in davčne politike ter zakonodaje, ki ureja trg vrednostnih papirjev. Težje dosegljive in manj zanesljive so splošne informacije o izdajateljih vrednostnih papirjev in kapitalskem trgu. Večina teh trgov je majhna in temu primerna je ponavadi nizka likvidnost delnic. Ena izmed takšnih držav v tranziciji je tudi Bosna in Hercegovina (v nadaljevanju BiH), kjer je vojna v letih 1992-1995 v veliki meri vplivala na današnji makroekonomski položaj in na razvoj financ v državi.

Namen pričujočega diplomskega dela je proučiti različna tveganja, s katerimi se srečuje posamezen investitor pri vlaganju v delnice v BiH. Ker je za BiH značilno predvsem deželno, likvidnostno in valutno tveganje, se bom v diplomski nalogi osredotočila na ta tveganja z vidika portfeljskih vlaganj v BiH.

Delo je razdeljeno na pet poglavij. V prvem predstavljam investiranje v tuje delnice ter razpršitev investitorjevega premoženja na različne trge kapitala. Sledi poglavje s teoretičnim opisom osnovnih tveganj na porajajočih se trgih kapitala. V tretjem poglavju podajam pregled investicijskega okolja države BiH, ki obsega splošne podatke o državi, pregled glavnih makroekonomskih kazalcev, pravno ureditev trga kapitala ter prisotna tveganja pri vlaganju v delnice v BiH. Četrto poglavje je namenjeno predstavitvi posameznih borz vrednostnih papirjev v BiH. Poleg kratkega opisa posamezne borze in njene organizacije trgovanja, so predstavljene še metode in čas trgovanja na posamezni borzi. V zadnjem, petem poglavju, sledi analiza trgovanja z delnicami, kjer analiziram razvitost trga delnic, likvidnost trga, indekse borz ter podajam pregled najlikvidnejših delnic in največjih izdajateljev na borzi. V sklepu povzemam najpomembnejše ugotovitve.

2 Investiranje v tuje delnice

V premoženju posameznega investitorja so tuje delnice lahko zelo pomembne. V tem poglavju se bom osredotočila predvsem na investiranje v tuje delnice, na tveganje in razpršitev investitorjevega premoženja na različnih trgih kapitala ter opisala glavne značilnosti razvitih in porajajočih se trgov kapitala.

2.1 Osnovni razlog za investiranje v tuje delnice

Vrsta vlagateljev napačno meni, da je osnovni cilj vlaganja v tuje delnice povečati donosnost finančnega premoženja. Razlog za investiranje v tuje delnice gre iskati drugje. Cilj vlaganja v delnice ne sme biti maksimizacija donosnosti finančnega premoženja, temveč doseganje največje pričakovane donosnosti pri sprejemanju za vlagatelja ustrezne ravni tveganja. V primeru, da obstajajo samo tvegani vrednostni papirji, bi vsak finančni investitor izbral tisto (racionalno) kombinacijo med tveganjem in donosnostjo, ki mu pomeni največjo koristnost potrošnje (Mramor, 2002, str. 63).

Vlagatelj dva pomembna koraka k doseganju tega cilja lahko doseže že s tem, ko (Mramor, 2002, str. 50):

- razporedi premoženje na različne naložbene skupine v zanj ustrezne deleže (strateška razporeditev premoženja);
- premoženje, ki ga je namenil posamezni naložbeni skupini, vloži v različne vrednostne papirje v tej naložbeni skupini (razpršitev premoženja na posamezne naložbe).

V zadnjem času je v slovenskem finančnem prostoru moč zaslediti različna mnenja o investiranju v tuje delnice. Precej jih je v nasprotju tako s splošno sprejeto finančno teorijo kot prakso. Delnice so za razliko od splošnega mnenja finančni instrument, ki je namenjen tudi širši množici, ne le izbranim »strokovnjakom«, kot trdi večina. Seveda pod pogojem, da je investitor seznanjen z osnovnimi značilnostmi vrednostnih papirjev in načini zmanjševanja tveganja in/ali da v vrednostne papirje investira s pomočjo dobro poučenega finančnega svetovalca (Kleindienst, 2001, str. 403).

Eden od argumentov oseb, ki zatrjujejo, da v tuje delnice investirajo le strokovnjaki, je, da ljudje tuje vrednostne papirje oziroma izdajatelje delnic poznajo slabše kot domače. Res je, da naj bi investitor prihranke razporedil le v delnice tistih podjetij, ki jih vsaj nekoliko pozna. A to ne pomeni, da jih mora poznati do obisti – več kot dovolj je, da pozorno preuči njihovo letno poročilo in se pred dokončno odločitvijo posvetuje z usposobljenim borznim posrednikom (Kleindienst, 2001, str. 403).

Zagovorniki teze, da je investiranje v delnice na tujih trgih kapitala tvegano početje, to utemeljujejo tudi s tem, da z nakupom tujih delnic investitor prevzame valutno¹ tveganje. Slednje pomeni tveganje spremembe tečaja domače valute v primerjavi z valutami dežel, kjer investitor vlaga svoje finančne presežke.

2.2 Tveganje portfelja in njegova razpršitev

Ključni element, ki se pojavi v zvezi z vrednotenjem vrednostnih papirjev v razmerah negotovosti, je tveganje. Finančni investitor s svojimi naložbami namreč prevzema večje ali manjše tveganje, da denarni zneski, ki mu jih bodo le-te prinašale, ne bodo takšni, kot jih pričakuje.

Ali bo donosnost nekega vrednostnega papirja, kot je npr. delnica, enaka pričakovani, je odvisno od dveh vrst dejavnikov. Prvi izhajajo iz splošnega ekonomskega okolja in situacije, v kateri se nahaja gospodarstvo. Sem štejemo inflacijo, obrestne mere, menjalne tečaje, ceno nafte, gospodarski cikel in podobno. Nobenega izmed teh makroekonomskih dejavnikov ni mogoče napovedati z gotovostjo, vendar vsi tako ali drugače vplivajo na donos posamezne delnice. To so dejavniki tveganja, ki jim je izpostavljeno celotno gospodarstvo, kar imenujemo **sistematično** ali tudi **tržno tveganje** (angl. market risk, systematic risk, nondiversifiable risk) in se mu z razpršitvijo ni mogoče izogniti (Brigham et al., 1999, str. 950).

Poleg teh dejavnikov pa na uspešnost podjetja (in s tem na donosnost delnice) vplivajo tudi dejavniki, kot so raziskave in razvoj, stil vodenja in filozofija podjetja, zadolženost in podobno, ki so specifični za posamezna podjetja. Izpostavljenost tem dejavnikom imenujemo **nesistematično tveganje** (angl. nonsystematic risk, unique risk, firm-specific risk, diversifiable risk), za katerega je značilno, da se z razpršitvijo močno zmanjša ali celo odpravi (Brigham et al., 1999, str. 950).

Z razpršitvijo na naš portfelj vplivajo skupni dejavniki in seštevki specifičnih vplivov posameznih delnic, ki pa so različni. Statistično gledano so ti vplivi (angl. firm-specific influences) med seboj neodvisni; nekatere delnice prispevajo pozitivne, nekatere pa negativne vplive na celoten portfelj. Rezultat je premoženje, ki je v celoti manj tvegano kot posamezna delnica (Bodie et al., 1999, str. 202).

Obstaja več načinov, kako si lahko vlagatelj oblikuje svoj portfelj naložb. Eden najustreznejših, ki se pojavlja v praksi, je t.i. model strateške alokacije sredstev. Ta model v prvi fazi predvideva strateško alokacijo sredstev med različne naložbene alternative (bančne vezave, vrednostne papirje, zavarovalne police). V drugi fazi sledi taktična alokacija sredstev, ko se znotraj delniškega portfelja oblikuje temeljni in bolj tvegan del portfelja. V zadnji fazi

¹ Več o valutnem tveganju v točki 2.2

pa se izbere še potencialno zanimive panožne skupine in konkretne naložbe. Pri alokaciji premoženja vedno tehtamo med potencialnim donosom na eni in tveganjem na drugi strani (Bodie, 1992, str. 485).

2.3 Diverzifikacija portfelja na različne trge kapitala

Investitor še nadalje lahko razprši premoženje tako, da ga razporedi v delnice na različnih trgih kapitala. S tem bo tveganje še dodatno zmanjšal, ne da bi se zato znižala pričakovana donosnost. Delnice na različnih trgih kapitala v posameznih obdobjih prinašajo različno donosnost. Dolgoročno investitor z razpršitvijo premoženja na delnice na različnih trgih kapitala odpravi pomemben del tveganja, zato naj bi zasebni investitorji v delnice vlagali izključno dolgoročno. Donosnost delnic na posameznih trgih kapitala se bo na dolgi rok pomembno razlikovala predvsem zato, ker na posamezne ekonomije, še zlasti na večja gospodarska območja v različnih obdobjih, vplivajo različni dejavniki in ker so gospodarstva v različnih fazah poslovnega cikla (Kleindienst, 2001, str. 400).

Najpomembnejši motiv tujih portfeljskih naložb so razlike med pričakovanimi domačimi in tujimi donosi na vložena sredstva pri določenem tveganju. Tuji vlagatelj želi doseči z diverzifikacijo svojih sredstev v portfelj enak donos pri nižjem tveganju oziroma višji donos ob enakem tveganju. Vlagatelj doseže večjo diverzifikacijo z investiranjem svojih sredstev v tuje države. Na ta način zniža nesistematično tveganje svojega portfelja. Nesistematično oziroma specifično tveganje je tisto, ki je vezano na konkretno podjetje. Zajema specifičnosti določenega podjetja, od proizvodnega procesa do sposobnosti posloводства. Empirične raziskave na razvitih finančnih trgih so pokazale, da že 12 od 20 različnih delnic v portfelju lahko uspešno zmanjša tveganje investitorjevega portfelja. Pri tem imajo pomembno vlogo, kot gostitelji portfeljskih naložb, tudi porajajoči se trgi kapitala (angl. emerging markets) (Dimovski, 1996, str. 63).

2.3.1 Razviti in porajajoči se trgi kapitala

Kapitalske trge lahko razdelimo na dve osnovni skupini: razvite in porajajoče se trge (angl. emerging markets), nekateri poznavalci finančnih tokov jim pravijo tudi vzhajajoči trgi. Vlagatelji morajo pri odločanju o izbiri trgov kapitala v tujini najprej razmisliti in določiti, kolikšen delež razpoložljivega denarja nameravajo vložiti v delnice na razvitih trgih kapitala in kolikšnega na porajajoče se oziroma perspektivne kapitalske trge (Odlazek, 2004).

Osnovi za delitev trgov kapitala na razvite in porajajoče sta njihova velikost ter stopnja razvoja gospodarstva, kjer delujejo tuji trgi. International Financial Corporation, ki deluje v sklopu Svetovne banke, opredeljuje porajajoče se trge kapitala kot trge, za katere velja eno izmed naslednjih dveh meril (Veselinovič, 2005, str. 2):

- razmerje med tržno kapitalizacijo trga, ki je dostopna portfeljskim investitorjem (angl. investable holdings), in bruto družbenim proizvodom gospodarstva, kjer je trg, je tri zaporedna leta občutneje nižje kot povprečje na razvitih trgih kapitala;
- trg deluje v gospodarstvu, katerega bruto domači proizvod na prebivalca leta 1997 ni presegel 9,656 ameriškega dolarja.

Za razvite trge je značilno veliko število tržnih udeležencev (tako vlagateljev kot izdajateljev vrednostnih papirjev), odlično razvita tehnološka in regulativna infrastruktura trga, zelo dobra razpoložljivost in pretok informacij, kakor tudi visoka odprtost za tuje tržne udeležence (tako vlagatelje kot izdajatelje). Za te trge je značilno tudi to, da so vsaj zmerno učinkoviti, kar pomeni, da tečaji delnic na njih večino časa zadovoljivo odražajo njihove dejanske vrednosti (Kleindienst, 2001, str. 409).

Porajajoči se trgi kapitala, kamor sodijo tudi trgi srednje in JV Evrope, se od razvitih razlikujejo po več pomembnih značilnostih. Medtem ko so naložbe na razvitih trgih kapitala investitorjem dostopne brez omejitev, za večino porajajočih se trgov ta ugotovitev ne velja. Za porajajoče se trge kapitala je na splošno značilna manjša operativna in tudi siceršnja učinkovitost. Sodijo med šibko učinkovite, kar pomeni, da lahko tečaj določene delnice ali skupine finančnih naložb nanje dalj časa občutneje odstopa od njihove dejanske ali notranje vrednosti (angl. intrinsic value). Dobro obveščeni investitorji lahko to obrnejo sebi v prid in dosežejo presežno donosnost portfelja oziroma premagajo trg. Na razvitih trgih kapitala je to precej težje doseči, k čemur v veliki meri pripomore tudi učinkovito kroženje informacij (Odlazek, 2004).

Če vlagamo na porajajočih se trgih kapitala, to zahteva še posebej dobro strokovno podkovanost, saj vlagatelj z nezadostnimi izkušnjami lahko ustvari precejšnjo izgubo. Investiranje v delnice na porajajočih se trgih kapitala je zlasti za tuje vlagatelje, ki so z njimi slabše seznanjeni, precej bolj tvegano kot vlaganje na razvitih trgih. K temu pomembno pripomorejo tudi pomanjkljiv nadzor in ureditev, nedosledno izvrševanje in (pre)pogosto spreminjanje, šibkejša zaščita pravic manjšinskih delničarjev, nezadostna preglednost trgov in slabo razvita praksa obvladovanja podjetij (angl. corporate governance). Ti trgi so zvečine tudi razmeroma plitki (pogosto so celo izrazito nizko likvidni), svoje pa dodajo tudi nadpovprečno splošno deželno tveganje držav, v katerih ti trgi delujejo, čezmerno vmešavanje politike v podjetja in v delovanje samega trga. Na razvijajočih se trgih je težko zbrati verodostojne podatke o podjetjih, ker poslovnih rezultatov ne objavljajo redno. Bilančni podatki so sestavljeni na podlagi računovodskih standardov, ki so velikokrat drugačni od naših, zato je težko primerjati dobičke podjetij. Tveganje na teh trgih je zelo visoko, zato mora biti pričakovani donos dovolj velik, da takšno tveganje opraviči. Osnovni transakcijski stroški (provizije borz in borznih posrednikov) na porajajočih se trgih kapitala so lahko do petkrat (tudi do desetkrat) višji od stroškov na razvitih. K večjim transakcijskim stroškom prispeva tudi manjša likvidnost teh trgov, zaradi česar se nakup in prodaja delnic neugodno odrazita v spremembi njihovega tečaja (Ljubljanska borza, 2005).

3 Tveganja na porajajočih se trgih kapitala

Investiranje v delnice na porajajočih se trgih kapitala je zlasti za tuje investitorje, ki so z njimi slabše seznanjeni, precej bolj tvegano kot investiranje na razvite trge. Razlogi za to so naslednji (Kleindienst, 2001, str. 410):

- **Politično in/ali deželno (poslovno) tveganje držav**, katerih trgi kapitala se uvrščajo v skupino porajajočih se trgov, je v povprečju precej višje od političnega/deželnega tveganja razvitih tržnih gospodarstev. Vlaganje v delnice na porajajočih se trgih kapitala s seboj prinaša tveganja, ki jih na razvitih trgih skoraj ne poznamo. Investitor je namreč izpostavljen tveganju razlastitve premoženja, nacionalizacije, neugodnih večjih sprememb zakonodaje, ki ureja trg vrednostnih papirjev, spremembi v davčni politiki, omejitve pri zamenjavi valut in ostalih sprememb poslovnega okolja – v skrajnem primeru celo vojni. Investitor je izpostavljen tudi tveganju nenadnih sprememb v ekonomski politiki.
- Investitor za delnice na porajajočih se trgih kapitala običajno prevzema nadpovprečno visoko **valutno tveganje**. Zaradi večje nestabilnosti teh gospodarstev je v povprečju večja tudi nestabilnost tečajev tamkajšnjih valut. Eden največjih povzročiteljev valutnega tveganja na razvijajočih se trgih kapitala je visoka stopnja inflacije, ki lahko doseže več kot tisoč odstotkov letno.
- **Informacije** o izdajateljih vrednostnih papirjev na trgih kapitala so bistveno težje dosegljive in manj zanesljive kot na razvitih trgih kapitala.
- Večina teh trgov je majhnih, zato je temu ustrezna tudi **nizka likvidnost delnic**. Investitor tako sprejema precejšnje tveganje, da delnic ne bo mogel hitro prodati ali pa bo to lahko storil le s precejšnjimi stroški (delnico bo prodal po nizki ceni). Pri investitorju v delnice večjih podjetij na razvitih trgih kapitala je takšno tveganje zanemarljivo.
- K nadpovprečnemu tveganju v delnice na porajajočih se trgih kapitala pomembno pripomorejo tudi **pomanjkljiv nadzor in zakonodaja**, njuno nedosledno izvrševanje in prepogosto spreminjanje, **nezadostna preglednost trgov**, **pomanjkljiv razvoj lokalnih računovodskih standardov**, **slabo razvita praksa obvladovanja podjetij** in **čezmerno vmešavanje politike** v podjetja in delovanje trga. K tveganju dostikrat pripomorejo tudi izdajatelji delnic, ki vlagatelje **neustrezno obveščajo** o tistih poslovnih dogodkih, ki lahko pomembno vplivajo na gibanje tečaja delnic, in tako omogočajo trgovanje na osnovi notranjih informacij in manipulacij s tečaji. **Zaščita pravic malih delničarjev** je šibkejša kot na razvitih trgih, k temu pa dostikrat pripomorejo celo vlade držav, ki privilegirajo večinske ali strateške investitorje. Porajajoči se trgi kapitala so v zadnjih letih izpostavljeni tudi **vplivom pretoka kratkoročnega špekulativnega kapitala**, ki lahko tečaje delnic v razmeroma kratkem času odločilno zaniha (tako navzgor ali navzdol).

Kljub navedenim pomanjkljivostim so delnice porajajočih se trgov kapitala vendarle lahko zelo koristno dopolnilo delnicam, ki jih ponujajo razviti trgi. Investitorji lahko namreč z investiranjem na te trge premoženje dodatno razpršijo (predvsem zato, ker se gospodarstva dežel, katerih trgi kapitala se uvrščajo v skupino porajajočih se trgov, pogosto gibljejo v bistveno drugačnih poslovnih ciklih kot razvita tržna gospodarstva). Dolgoročno in v normalni razmerah ti trgi investitorjem ponujajo nadpovprečno donosnost, kar je posledica dejstva, da so dolgoročne stopnje rasti teh ekonomij veliko višje kot v razvitih ekonomijah. Zahtevana donosnost delnic na porajajočih se trgih kapitala je višja kot na razvitih, saj investitor prevzema večje tveganje, ki ga je pripravljen sprejeti, le če pričakuje, da bo za to tudi ustrezno nagrajen.

V nadaljevanju so naštet osnovna tveganja na porajajočih se trgih kapitala, ki bistveno vplivajo na vlaganja v delnice na njih.

3.1 Deželno in/ali politično tveganje

Deželno tveganje ali tveganje nalaganja po državah (angl. country risk) zajema široko področje različnih tveganj, vključujoč politično in ekonomsko tveganje, lahko pa ga opredelimo kot izpostavljanje izgubam v kreditnih poslih s tujino zaradi vpliva ali vmešavanja države (Prohaska, 2004, str. 193).

Vzroke, ki lahko vplivajo na povečanje deželnega tveganja, razdelimo v tri temeljne skupine (Prohaska, 2004, str. 194):

- politični vzroki: vojna, upor, politični nemiri;
- socialni vzroki: državljanske vojne, neredi, razlike med družbenimi razredi;
- ekonomski vzroki: nizka ali upadajoča stopnja rasti družbenega proizvoda, stavke, povečanje proizvodnih stroškov, znižanje izvoznih prihodkov.

V literaturi zasledimo enačenje deželnega tveganja s *suverenim*, kar za nekatere avtorje ni ustrezno. Gre za tveganji, da upnik ne bo dobil plačanih obresti in/ali glavnice, ker bodo nastale razmere, ki bodo dolžniku onemogočale plačevati obresti in odplačevati dolg. Možno je seveda tudi to, da dolжник preneha izpolnjevati svoje obveznosti, čeprav bi jih lahko – to je pokazatelj, da noče servisirati dolga. Nevarnost se ne skriva v sposobnosti ali pripravljenosti dolžnika, ki ni država ali suverena institucija, da servisira dolg, ampak v razmerah v državi, kjer je dolжник. To tveganje se označuje kot deželno tveganje. Posebna vrsta tveganja, kjer dolжник ni v isti državi kot upnik, se pojavi v primeru, če je dolжник tuja država. Takrat govorimo o suverenem tveganju. Nekateri avtorji enačijo ti dve tveganji, medtem ko je za druge to povsem neustrezno. Dr. Ivan Ribnikar meni, da moramo v današnjem času deželno tveganje pojmovati tveganje, ki obsega tako transferno (dolžniki zaradi ukrepov države ne morejo poravnati obveznosti do tujcev) kot suvereno tveganje. Pri deželnem tveganju se namreč lahko zgodi, da dolžniki ne morejo poravnati svojih obveznosti zaradi političnih ali ekonomskih razlogov (Ribnikar, 1998, str. 44-46).

Kriteriji opredelitve deželnega tveganja so naslednji (Nagy, 1979, str.14):

- geografski: delitev na avstrijsko, brazilsko, ... deželno tveganje;
- po posojilojemalcu: vladno tveganje (suvereno), tveganje zasebnega sektorja, korporacijski, individualni rizik;
- po vrsti vzroka rizika: politični, ekonomski, socialni rizik;
- po odzivu posojilojemalca, ko zaide v težave: zavrnitev dolga, izostanek plačil, pogajanja o načinu odplačevanja posojila;
- po stopnji rizika: visok, srednji, nizek.

Zaradi množine dejavnikov, ki vplivajo na deželno tveganje, je slednje težko oceniti z veliko natančnostjo. Finančne organizacije, ki ocenjujejo deželno tveganje, lahko posebej ocenjujejo politično in transferno tveganje kot del deželnega tveganja, načini ocenjevanja pa niso enaki. Glavni namen metod je določiti in oceniti stopnjo deželnega tveganja.

Med najpogosteje uporabljene metode spadajo (Prohaska, 2004, str. 195-196):

- celovite kvalitativne metode, ki v obliki poročila nudijo pregled ekonomskega, političnega in socialnega stanja v državi;
- strukturne – kvalitativne metode, ki na podlagi primerjave statističnih podatkov in analize trendov omogočajo analizo in oceno tveganj nalaganja v določene države;
- metoda ocene ali rating, ki priredi vsaki državi določeno stopnjo tveganja, kar omogoča razvrstitev držav glede na njihovo deželno tveganje;
- matematično statistične metode, npr. faktorska analiza, s pomočjo katere se skuša iz množice danih spremenljivk izločiti nekaj faktorjev, ki prevladujoče vplivajo na deželno tveganje;
- simulacije, ki prav tako temeljijo na matematično-statističnih metodah, vendar je njihov prednostni namen prikaz čim bolj realne slike prihodnjega gibanja določenega pojava.

3.2 Valutno tveganje

Valutno tveganje sodi v skupino komercialnih tveganj. S temi tveganji se srečujemo v vsakdanjem poslovanju podjetja. Valutno tveganje, tveganje spremembe deviznega tečaja in valutna izpostavljenost so sinonimi za nepričakovane izgube (dobičke), ki so posledica spremembe vrednosti tuje valute v zvezi z domačo. Valutno tveganje lahko nastane tudi kot posledica državnih ukrepov, npr. devalvacije ali revalvacije valute v primeru trdnega deviznega tečaja (Dvořák, 1999, str. 3).

Izpostavljenost gibanju deviznih tečajev lahko razdelimo v tri skupine (Redhead, Hughes, 1988, str. 2):

- transakcijska izpostavljenost (angl. transaction exposure),
- prevedbena izpostavljenost (angl. translation exposure),
- ekonomska izpostavljenost (angl. economic exposure).

Posamezne oblike valutnega tveganja lahko razdelimo še po različnih časovnih vidikih. Glede na prihodnost se valutno tveganje imenuje ekonomsko tveganje deviznega tečaja (angl. economic risk), glede na preteklost pretvorbena tveganje ali tveganje preračunavanja deviznega tečaja (angl. translation risk), glede na sedanost pa transakcijsko tveganje deviznega tečaja (angl. transaction risk) (Prohaska, 2004, str. 191).

3.2.1 Transakcijsko tveganje

Transakcijsko tveganje je posledica nepričakovanih, kratkoročnih sprememb deviznih tečajev. Nastopi, kadar ima transakcija (uvozna ali izvozna pogodba) ceno v tuji valuti ter se ob morebitni spremembi deviznega tečaja spremeni velikost prejemka/izdatka v domači valuti (Q_d), ki ga opredelimo:

$$Q_d = Q * P * DT$$

Q – količina blaga

P - cena za enoto blaga v tuji valuti

DT - devizni tečaj (število enot domače valute za enoto tuje valute)

Podjetje, ki prodaja ali kupuje v tujini, tvega, da se bo od izstavitve računa (angl. recognition) do plačila računa (angl. maturity) tečaj tuje valute spremenil. V obdobju med izstavitvijo računa in njegovim plačilom je podjetje izpostavljeno transakcijskemu tveganju. Pri tem se osredotočamo predvsem na prihodke in izdatke, ker se le-ti vrednotijo po tekočih cenah (Dvořák, 1999, str. 4).

Transakcijsko tveganje je osredotočeno le na neposreden vpliv spremembe deviznega tečaja na prejemke/izdatke, ne upošteva pa njegovega posrednega vpliva na spremembo količine (Smithson et al., 1995, str. 6).

Večina podjetij ima pogodbene obveznosti za nakup/prodajo fiksne količine blaga (Q) v prihodnosti po danes določeni ceni (P). Ko gre za različne valute, prinaša to dodaten element tveganja, saj bo podjetje dolžno izpolniti svoje obveznosti po danes neznanih prihodnjih deviznih tečajih (DT). Velikost bodočega prejemka/izdatka v domači valuti je tako odvisna od gibanja tečajev tujih valut. Na primer porast (padec) deviznega tečaja oziroma padec (porast) vrednosti domače valute relativno vpliva na tujo valuto, v kateri uvozno podjetje plačuje za

kupljene izdelke - poveča (zmanjša) njegovo bodoče plačilo v domači valuti in tako povzroči tečajno izgubo (dobiček).

3.2.2 Ekonomsko tveganje

Ekonomsko tveganje spremembe deviznega tečaja je posledica njihovih nepričakovanih, dolgoročnih sprememb, ki nastanejo zaradi relativnih ekonomskih pogojev med državami. Pri tem se ne upošteva le neposredni vpliv spremembe deviznega tečaja na velikost prihodnjega prejemka/izdatka v domači valuti, temveč tudi njegov posredni vpliv preko spremembe količine (Smithson, 1995, str. 7).

Podjetje v delovno intenzivni panogi na primer proizvaja v tujini, da bi izkoristilo prednost nižjih plač v tej državi. Lahko se zgodi, da bodo čez čas nepričakovane spremembe ekonomskih pogojev v tej državi zvišale raven plač do točke, kjer stroškovna prednost izgine ali postane celo negativna. Če se podjetje novim razmeram ne more prilagoditi, bo, dolgoročno, propadlo.

3.2.3 Pretvorbeno tveganje

Pretvorbeno tveganje se nanaša na spremembe vrednosti podjetja v domači valuti zaradi sprememb vrednosti naložb in obveznosti v tujem denarju, do katerih pride zaradi sprememb deviznih tečajev med dvema obračunskima obdobjema, ne da bi bila medtem izvršena kakršnakoli transakcija. Ob koncu obračunskega obdobja se morajo namreč vse naložbe in obveznosti v tujem denarju preračunati v osnovno, torej domačo valuto. Spremembe vrednosti naložb in obveznosti, ki se pojavijo zaradi gibanj deviznih tečajev, tako povzročijo spremembe vrednosti podjetja. Podjetje ima lahko po pretvorbi računovodski dobiček ali izgubo, čeprav je njegov neto dohodek v tem obdobju enak nič. Kljub računovodski naravi problema so taka nihanja vrednosti podjetja pri finančnih managerjih zelo nepriljubljena in se jim zato skušajo ogniti - največkrat z uskladitvijo tujih valut naložb in obveznosti podjetja (Ross et al., 1993, str. 809).

Tveganje preračunavanja oziroma pretvorbeno tveganje poznamo tudi pod imenom *računovodsko* oziroma *bilančno* tveganje. Pri multinacionalnih podjetjih, ki imajo sredstva in obveznosti razpršene po več državah (valutnih območjih), je navzoče tveganje zmanjševanja ali povečevanja vrednosti sredstev in obveznosti zaradi spremembe deviznih tečajev. Prikaz bilance stanja podjetja je izpostavljen tečajnemu tveganju, saj pretvorba bilanc podružnic ob zaključku poslovnega leta v domačo valuto predstavlja tveganje spremembe realnega premoženja multinacionalnega podjetja (Dvořák, 1999, str. 5).

Ker se valutnemu tveganju ali tveganju spremembe deviznega tečaja v transakcijah oziroma pri nalaganjih na tujih trgih kapitala ni mogoče izogniti, so se razvile metode za zavarovanje pred njim. To so na primer najemanja posojil v valuti države, v katero se namerava nalagati,

ustvarjanje deviznih rezerv v določeni valuti, pa tudi najemanje posojil, ki se glasijo npr. na ECU ali kako drugo košarico valut (Prohaska, 2004, str. 191).

Posebne oblike zavarovanja predstavljajo t.i. vzporedna posojila (angl. back-to-back credits), devizne terminske pogodbe in valutne zamenjave (angl. currency swap), zaščita (angl. hedging), skrajševanje roka plačila (angl. leading) ter podaljševanje roka plačila (angl. lagging) (Prohaska, 2004, str. 191).

Problem, ki ga ima tečajno tveganje v posameznem podjetju, je odvisen od finančnih in deviznih poslov in s tem od velikosti tečajnih sprememb ter njihove intenzivnosti. Zaradi vse večjega obsega mednarodne trgovine in velikega toka kapitala iz matičnih družb v tujino, tečajno tveganje nenehno narašča. Izpostavljena so mu tudi podjetja, ki sama neposredno ne delujejo na mednarodnem trgu. Spremembe deviznega tečaja lahko ustvarijo močno konkurenco, domači kupci začno kupovati v tujini in podjetje je kljub izključno domačemu poslovanju posredno prizadeto. Danes za podjetje več ne zadostuje, da ima najbolj napredno proizvodno tehnologijo, najcenejšo delovno silo ali najboljši marketinški team; tudi nestabilnost deviznih tečajev lahko še tako uspešna podjetja spravi ob posel.

3.3 Likvidnostno tveganje

Likvidnostno tveganje predstavlja tveganje narezpoložljivosti sredstev oziroma nezmožnost poravnave oz. izpolnitve obveznosti v trenutku zapadlosti. S tem so nasprotni strani povzročene likvidnostne težave, saj ne prejme sredstev ob pričakovanem času, temveč pozneje. Prejemnik sredstev bo morda zato prisiljen uporabiti druge vire, ki lahko povzročijo dodatne stroške financiranja ali poslabšanje poslovnega izida. Če je primanjkljaj likvidnostnih sredstev hujši in udeleženka tega ne more nadomestiti z drugimi viri, se lahko zgodi, da tudi sama ne more poravnati svojih obveznosti (Summers, 1994, str. 90).

Likvidnostno tveganje izhaja iz trgovanja bodisi z blagom – na primer s surovinami, bodisi s finančnimi instrumenti – na primer z obveznicami, zakladnimi menicami, delnicami. Likvidnostno tveganje predstavlja razliko med prodajno in nabavno vrednostjo blaga oziroma finančnega instrumenta. Pri trgih prek okenc, vzdrževalcev trga (angl. market makers) ali specialistov, kjer kot udeleženci ne moremo svobodno postavljati cene, likvidnostno tveganje predstavlja razlika med nakupnim in prodajnim tečajem (angl. bid/ask spread), pri borznem trgu pa je likvidnostno tveganje razlika med prodajno in nakupno ceno ob izvedbi transakcije določene velikosti. Večja kot je transakcija ob isti spremembi razlike med omenjenima cenama, večja je likvidna sposobnost trga oziroma likvidnostno tveganje manjše. Likvidnost lahko merimo tudi s časom, ki je potreben, da naložbo prodamo po pošteni vrednosti, brez pristajanja na plačevanje likvidnostne premije (Berk et al., 2005, str. 212).

Likvidnostno tveganje je pogosto definirano kot skrajna nelikvidnost, ki se konča s stečajem. Taki skrajni pogoji nastanejo kot rezultat drugih tveganj in kot nezmožnost pravočasno zbrati

sredstva po 'normalni' ceni. Slednja opredelitev likvidnostnega tveganja v praksi pomeni, da kratkoročna sredstva ne zadostujejo za pokritje kratkoročnih virov obveznosti. Finančnemu posredniku sredstva niso na voljo ali pa jih je prisiljen mobilizirati le z dodatnimi stroški (po višji ceni). Potreba finančnih posrednikov po dodatnih likvidnostnih sredstvih je v glavnem posledica neusklajenosti rokov dospelosti virov financiranja. Likvidnost v tem smislu predstavlja varnostno blazino, ki pomaga pridobiti čas v težkih pogojih. Likvidnostno tveganje pomeni tudi težave pri pridobivanju sredstev – v tem primeru gre za zmožnost povečanja gotovine po razumni ceni. Taka zmožnost je rezultat dveh dejavnikov: splošne likvidnosti na finančnem trgu, ki določa obseg in presežek likvidnih sredstev na tem trgu in s tem tudi njihovo ceno, ter likvidnosti borzno posredniške družbe. Obe vzajemno delujeta na določitev pogojev pridobivanja sredstev (Borak, 1999, str. 89).

Upravljanje z likvidnostnim tveganjem pomeni opredelitev in zagotovitev predvidenih in nepredvidenih potreb po denarju. Kot vsako odločanje, je tudi upravljanje z likvidnostnim tveganjem povezano s tehtanjem med stroški in koristmi (Kavčič, 1999, str. 33).

4 Investicijsko okolje v Bosni in Hercegovini (BiH)

Bosna in Hercegovina je država, ki leži na Balkanu in ima 51.209 kvadratnih kilometrov površine. Tako kot politično je tudi kulturno okolje BiH zelo raznoliko. Po popisu iz leta 1991 je struktura prebivalstva naslednja: 44% je Bošnjakov, 31% Srbov in 17% Hrvatov. Najbolj razširjen je islam (40%), sledita pravoslavna (31%) in katoliška vera (15%) (Žlogar, 2005).

S splošnim sporazumom za mir v Bosni in Hercegovini, ki je bil parafiran 21.11.1995 v Daytonu in podpisan 14.12.1995 v Parizu, so bila postavljena temeljna načela državno-pravne ureditve Bosne in Hercegovine. Administrativno je država Bosna in Hercegovina razdeljena na (Gospodarska Zbornica Slovenije (v nadaljevanju GZS), 2005):

- Federacijo Bosne in Hercegovine (v nadaljevanju FBiH) (51%),
- Republiko Srbsko (v nadaljevanju RS) (49%),
- Distrikt Brčko (posebna administrativna enota, ki je pod mednarodnim nadzorom).

Federacija Bosne in Hercegovine je administrativno razdeljena na 10 kantonov² (županij), ki se delijo na 84 občin. Republika Srbska pa je razdeljena na pet območij³, ki se delijo na skupaj 64 občin (GZS, 2005).

² To so: Unsko-sanski, Posavski, Tuzlanski, Zeničko-dobojski, Bosansko-podrinjski, Srednjobosanski, Hercegovaško-neretvanski, Zapadno-hercegovački, kanton Sarajevo in Hercegbosanski kanton.

³ Banja Luka, Dobojski, Bijeljina, Pale in Trebinje

Ureditev politične strukture BiH je vezana na administrativno ureditev. Vrh politične strukture predstavljata Predsedstvi BiH in Parlamentarna skupščina, sledi Ministrski svet BiH, Ustavno sodišče BiH in vlade na nivoju entitet ter entitetske parlamentarne skupščine. Kantoni imajo svoje vlade in skupščine. Enaka struktura se ponovi še na nivoju občin. Bosna in Hercegovina ima zaradi takšne administrativno-politične strukture enega izmed največjih državnih aparatov na svetu (GZS, 2005). Na vseh področjih je močno prisotna mednarodna skupnost, najvišjo vlogo v sprejemanju novih zakonov pa ima t.i. visoki predstavnik mednarodne skupnosti (Žlogar, 2005).

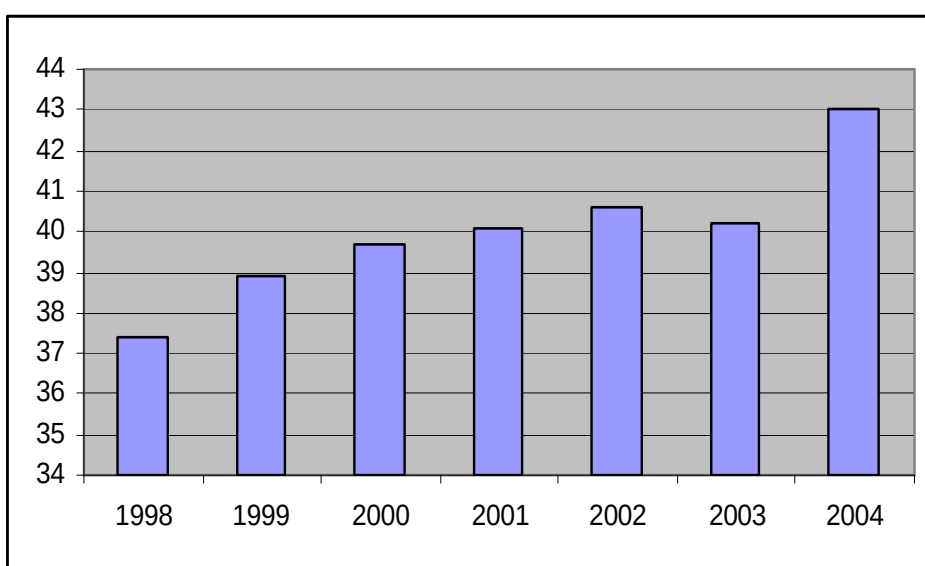
Kljub dolgoletni vojni se razmere v državi po podpisu Daytonskega sporazuma počasi umirjajo. Vodstvo predvsem želi vzpostaviti takšen politični sistem, ki bi bil prilagojen evropskemu, saj se dolgoročno tudi oni želijo priključiti Evropski uniji. V sodelovanju z mednarodno skupnostjo naj bi v naslednjih letih izvedli nujne reforme na področju ekonomije, zakonodaje, izobraževanja, obrambe in javne administracije (Central Intelligence Agency, 2005).

4.1 Makroekonomsko okolje

4.1.1 Nezaposlenost in plače

Eden od glavnih makroekonomskih problemov v BiH je visoka stopnja brezposelnosti, ki je med največjimi v Evropi in je konec leta 2004 je znašala kar 43 % (glej Sliko 1). Pri tem je potrebno upoštevati dejstvo, da veliko ljudi dela v t.i. sivi ekonomiji, tako da je bila dejanska stopnja brezposelnosti v letu 2004 ocenjena na 20,9 % (Centralna banka BiH, 2005).

Slika 1: Stopnja brezposelnosti v BiH od leta 1998 do 2004 (stanja konec leta, v %)



Vir: Centralna banka BiH (CB BiH), 2005.

Stopnja brezposelnosti je velika v obeh entitetah in se med njima ne razlikuje preveč. Velika brezposelnost je tudi posledica manj izobražene delovne sile med brezposelnimi. Dejanska stopnja brezposelnosti je zaradi sive ekonomije manjša. Včasih celo državna podjetja ne prijavljajo zaposlenih in poslovnih rezultatov poslovanja, da bi se izognila visokim davkom in zapleteni ter skorumpirani administraciji (Latal, 2002).

Tabela 1: Zaposlenost in plače v BiH od leta 1999 do 2004

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Število zaposlenih	407.754	410.808	407.199	394.132	387.381	389.199
Število nezaposlenih	262.971	259.702	267.783	282.473	297.328	323.111
Povprečna mesečna neto plača (v EUR)	191	211	227	246	268	273

Vir: GZS, 2005.

Do konca leta 2004 je brezposelnost še naraščala (glej Tabelo 1), predvsem zaradi implementacije novega zakona o stečajih, katerega učinki so že opazni. Rast plač se je v letu 2004 upočasnila. V prvem četrtletju leta 2004 je bila rast povprečnih neto plač v Federaciji BiH na letni ravni 2,6 % (merjeno v konvertibilnih markah), medtem ko je bila v celotnem letu 2003 8,6 %. Povprečna mesečna neto plača je tako marca 2004 znašala 526,3 konvertibilne marke. Rast plač je bila višja v Republiki Srbski, saj je v tem obdobju znašala 7 %, povprečna neto mesečna plača pa je marca 2004 znašala 405 konvertibilnih mark (Žlogar, 2005).

4.1.2 Denarni sistem

Centralna banka je zaradi visokega primanjkljaja v zunanjetrgovinski bilanci in prehitre rasti kreditov v letu 2004 vodila restriktivno monetarno politiko, kar se bo nadaljevalo tudi v letu 2005 (Žlogar, 2005).

Monetarno politiko v BiH vodi denarni odbor (angl. currency board) v okviru centralne banke, katere guverner je predstavnik mednarodne skupnosti. Denarni odbor je preprosta denarna ureditev in njeno bistvo je v tem, da država nepreklicno določi zunanjo vrednost denarja z nekim drugim denarjem, ter zagotavlja neomejeno zamenljivost domačega denarja. To zamenljivost domačega denarja za tujega jamčijo aktivi, ki jih ima denarni odbor (Ribnikar, 2000, str. 47).

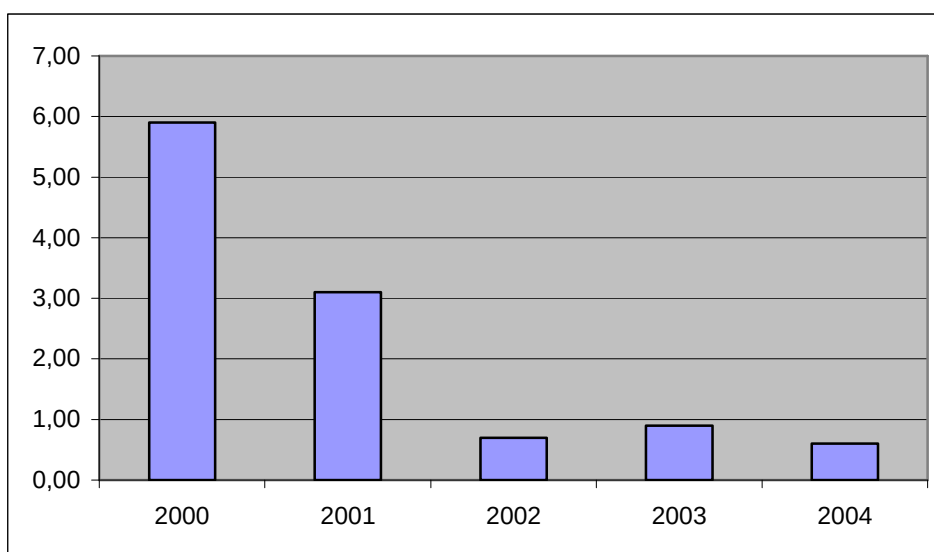
Eden najuspešnejših dosežkov gospodarske politike je nizka inflacija in trdnost nacionalne valute. Konvertibilna marka je postala najtrdnjša valuta v balkanskem prostoru. V okviru

valutnega odbora je fiksno vezana na evro⁴, centralna banka pa daje v obtok le toliko denarja, za kolikor ima pokritja v deviznih rezervah. Zaradi hitre rasti kreditov, najetih pri tujih bankah v BiH, je centralna banka sredi leta 2003 prejela vrsto ukrepov, ki bodo predvsem zavirali uvoz (CB BiH, 2005).

Srednjeročna strategija razvoja BiH in tudi IMF podpirata nadaljevanje politike valutnega odbora (currency board) kot mehanizma monetarne politike Centralne banke BiH, ki zagotavlja trdnost nacionalne valute in nizko stopnjo inflacije ter makroekonomsko stabilnost.

Inflacija je leta 2004 kljub naraščajočim plačam ostala nizka ter je v povprečju znašala 0,7 odstotka (glej Sliko 2). V Federaciji BiH je bila zabeležena deflacija v višini 0,4 odstotka, v Republiki Srbski pa 1,9 odstotna povprečna stopnja inflacije. Inflacija je v Republiki Srbski tradicionalno višja zaradi njenih tesnih gospodarskih vezi s Srbijo, vendar se je razlika v inflaciji med entitetama zaradi ustvarjanja enotnega trga že zmanjšala. Tudi v letih 2005 in 2006 bo povprečna stopnja inflacije kljub uvedbi davka na dodano vrednost ostala nizka, saj se zmanjšujejo zunanji inflatorni pritiski, notranje pa nadzoruje centralna banka s svojo politiko valutnega odbora (CB BiH, 2005).

Slika 2: Letna stopnja inflacije v BiH od leta 2000 do 2004 (v %)



Vir: CB BiH, 2005.

Centralna banka BiH skrbi za količino denarja v obtoku ter jo konvencionalno uravnava z izdajo primarnega denarja s krediti tujini, državi in poslovnim bankam. S krediti tujini je mišljen nakup tujih valut. V EU sicer velja načelo, da država ne sme dobivati od EU nobenih posojil (Ribnikar, 1999, str. 79), in enako je v BiH. CB BiH tudi ne more dajati kreditov poslovnim bankam; nima vloge »posojilodajalca v skrajni sili«, torej ne more zagotavljati

⁴ Konvertibilna marka = 1 DEM oz. 0,511 EUR.

likvidnost bančnega sektorja in ne more prenesti nase npr. naložb poslovnih bank. Hkrati pa Centralna banka ne more vplivati na gospodarstvo prek deviznega tečaja.

4.1.3 Fiskalna politika in proračun

Gospodarska politika vlade se bo držala smernic, začrtanih v srednjeročni razvojni strategiji BiH do leta 2007, ki jih je februarja 2004 sprejel svet ministrov BiH, in zahtev, ki jih v okviru približevanja postavlja EU. Cilj strategije je odpiranje čim večjega števila delovnih mest in uravnoteženje ogromnega zunanjetrgovinskega primanjkljaja ter posledično zvišanje življenjskega standarda in pospešitev vstopanja države v evroatlantske integracije. Svetovna banka je odobrila BiH več ugodnih kreditov, še več sredstev pa se vlada lahko nadeja ob pogoju, da se bo dosledno držala izvajanja začrtanih reform. Potem ko se je februarja 2004 iztekel stand by sporazum z IMF, so se junija začela pogajanja o novem sporazumu z IMF, ki ima do BiH podobne zahteve kot Svetovna banka (Žlogar, 2005).

Za Svetovno banko je BiH z julijem izgubila status povojne države in postala država v razvoju. Za BiH se je tako končalo obdobje povojne obnove. Zdaj se zanjo začne čas razvoja in posodabljanja. Vlada in parlament morata nemudoma sprejeti vrsto reformskih zakonov s področja ekonomije, predvsem pa zakon o bankrotu in vrsto predpisov, s katerimi bodo poenostavili registracijo podjetij in davčni sistem. Ena od najpomembnejših nalog države pa je vsekakor boj proti korupciji. Svetovna banka bo tudi v prihodnje pomagala BiH, njena nadaljnja finančna prisotnost pa bo odvisna od tega, koliko si bodo tukajšnje oblasti prizadevale za dosledno uresničevanje že začelih reform (Latal, 2004).

V zadnjih dveh letih je bil storjen velik napredek na področju fiskalnega usklajevanja, tako da so proračuni uravnoteženi ali pa beležijo nizke primanjkljaje, ki so pokriti s sredstvi, ki jih zagotavljajo IMF, Svetovna banka in druge mednarodne finančne ustanove. V proračunu Federacije BiH je bil leta 2004 zabeležen majhen primanjkljaj, proračun Republike Srbske pa je bil uravnotežen. Podobno bo tudi leta 2005. Zvezni proračun, katerega sredstva so namenjena za podporo delovanja zveznih institucij, katerih število hitro narašča, in za servisiranje zunanjega dolga, bo v prihodnje dobival dodatne prihodke od dobička centralne banke (40 odstotkov letnega dobička) ter od davka na dodano vrednost, ko bo uveden (najkasneje do konca leta 2005). Poleg tega določen delež prihodkov zveznega proračuna predstavljajo tudi vplačila iz entitetnih proračunov in iz proračuna distrikta Brčko (Žlogar, 2005).

4.1.4 Odnosi s tujino

V podpoglavju, ki prav tako sodi v makroekonomsko okolje BiH, bom predstavila obseg mednarodne menjave, ureditev zunanjetrgovinskega poslovanja in tuje neposredne investicije v BiH.

4.1.4.1 Mednarodna menjava

Pred vojno, leta 1990, je izvoz iz BiH predstavljal 24% BDP, uvoz pa 19%. Zunanja trgovina je med vojno (1992-1995) po pričakovanjih upadla. Po vojni je BiH dobila veliko pomoč mednarodne skupnosti. Od leta 1995 do konca 1999 je BiH od donacij in ugodnih posojil prejela 4 milijarde USD. Ta pomoč ter obnova države sta povečali uvoz, s tem pa tudi trgovinski deficit (GZS, 2005).

Pokritost uvoza z izvozom je bila v letih od 1997 do 2004 naslednja: leta 1997 15,1%; leta 1998 23,1%; leta 1999 23,6%; leta 2000 34,4% in leta 2001 35,3%. Konec leta 2004 je pokritost uvoza z izvozom znašala 32% (CB BiH, 2005).

Bosanski izvoz je leta 2004 znašal 2,99 milijarde KM (glej Tabelo 2) in bil glede na leto 2003 višji za 22,7 odstotka, uvoz blaga pa je bil višji za 11,7 odstotka in je znašal 9,37 milijarde KM. Zunanjetrgovinski primanjkljaj je leta 2003 predstavljal kar 53,6 odstotka BDP. Konec leta 2004 je ta še vedno ostajal visok (6,4 milijarde KM) in predstavljal 52,4 odstotka BDP. Visok zunanjetrgovinski primanjkljaj je edini vzrok za visok primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance, saj so bilance storitev, dohodka in transferov pozitivne (Žlogar, 2005).

Uvoz naj bi leta 2005 rasel nekoliko počasneje, primanjkljaj naj bi se nekoliko zmanjšal. Še vedno pa bo velik in bo znašal približno 33 odstotkov družbenega proizvoda. BiH se primanjkljaju v zunanji trgovinski menjavi ne more izogniti po administrativni poti, mora pa narediti vse, da bi se postopoma zmanjševal do ravni 20 odstotkov družbenega proizvoda. Nobena država, ki je v tranziciji, nima uravnovešene trgovinske bilance. Primanjkljaj je v BiH posledica povečanega povpraševanja na domačem trgu, vendar ne na povpraševanja po novih tehnologijah in reprodukcijskem materialu za izvozno usmerjeno proizvodnjo, kar bi bilo dobro (Latal, 2004).

Tabela 2: Zunanja trgovina BiH v letih 1999 do 2004 (v mrd KM)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Izvoz	1,00	1,97	1,80	1,88	2,31	2,99
Uvoz	8,13	7,11	6,56	6,88	8,27	9,37

Vir: FIPA, 2005.

Zunanjetrgovinsko neravnovesje je manjše v Federaciji BiH, medtem ko se položaj v Republiki Srbski iz leta v leto poslabšuje. Spodbudno je dejstvo, da je Federacija BiH kljub slabim pogojem na trgih EU leta 2003 povečala izvoz industrijskih izdelkov (predvsem motornih vozil, pohištva in strojev). V Federaciji BiH je bil leta 2003 na prvem mestu uvoz strojev in transportne opreme ter polproizvodov, ki je prvič prehitel do tedaj tradicionalno največji uvoz potrošnih dobrin, kar kaže na to, da se uvaža blago, potrebno za naložbe. Federacija BiH posluje največ s Hrvaško, Nemčijo, Švico, Italijo in Slovenijo, Republika Srbska pa je tradicionalno najbolj navezana na Srbijo, ki je njena glavna zunanjetrgovinska

partnerica (njen delež v izvozu znaša okoli 42 odstotkov, v uvozu pa 23 odstotkov) (Žlogar, 2005).

Menjava s sosednjimi državami narašča. Pomembne spodbude zanjo so predvsem sporazum o prosti trgovini s Hrvaško, ki je v veljavnosti od leta 2001, prostotrgovinski sporazum s Slovenijo, ki je v veljavnosti od 1.1.2002, in načrti za uveljavitev podobnih sporazumov z državami v okviru Pakta stabilnosti (GZS, 2005).

4.1.4.2 Ureditev zunanjetrgovinskega poslovanja

Zakonski predpisi, ki urejajo ekonomske odnose z tujino, so kompatibilni s predpisi evropskih držav. Trgovina je liberalizirana in temu je prilagojena tudi zakonodaja. Za investitorje so prednosti poslovanja z BiH lahko naslednje (GZS, 2005):

- stabilnost valute;
- orientacija ekonomske politike je svobodno in odprto tržišče;
- tuje in domače pravne osebe so v poslovanju izenačene v pravicah in obveznostih;
- najnižja stopnja inflacije v Srednjevzhodni Evropi;
- pomembno število tujih bank;
- konkurenčna cena delovne sile;
- raznovrstnost proizvodnega sektorja in razpoložljivi viri;
- možnost rasti storitvenega (turističnega) sektorja;
- izobražena in kvalificirana delovna sila;
- tuji investitorji imajo enake pravice kot domači;
- tuji investitorji imajo na področju nepremičnin enake lastninske pravice kot domači.

V primerjavi s Slovenijo so investicije v BiH deležne kar nekaj davčnih spodbud, čeprav obdavčitev med entitetama ni usklajena. Davek od dobička znaša v Federaciji BiH 30 %, v Republiki Srbski pa le 10 %. V primeru t.i. »greenfield« (na novo začetih) investicij so podjetja v Federaciji BiH v prvem letu v celoti oproščena davka na dobiček, medtem ko oprostitev za drugo leto poslovanja znaša 70, za tretje pa 30 odstotkov. Na novo začete investicije so v Republiki Srbski kar pet let oproščene plačila davka na dobiček v celoti, vendar pa ni oprostitve ob kapitalskih naložbah v že delujoča podjetja. Nasprotno pa so v Federaciji BiH podjetja oproščena plačila davka na dobiček za dobo petih let v višini deleža tujega kapitala. Pomemben dejavnik spodbujanja tujih naložb je vsekakor tudi prost in takojšen transfer dobička portfeljskih in kapitalskih družb, ki takrat, ko gre za predmet obdavčitve v drugi državi, ni obdavčen (GZS, 2005).

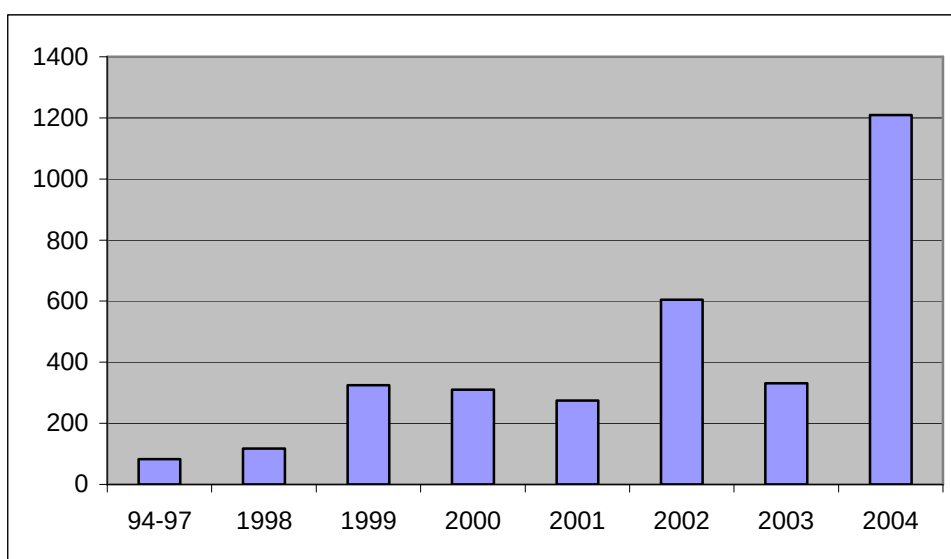
Medtem ko vojno razdejanje marsikaterega možnega vlagatelja odvrne od vlaganja kapitala v BiH, pa gre po drugi strani za veliko vpletenost mednarodne skupnosti v obnovo BiH, kar ima pomemben vpliv na razvoj predvsem z ustvarjanjem novih konkurenčnih prednosti. BiH ima namreč podpisan preferencialni sporazum z EU, ki omogoča izvoz (izjema je živina) v

petnajsterico in je prost vseh carinskih dajatev in količinskih omejitev. Pri tem ne smemo pozabiti niti na jugoslovanski trg, kjer imajo podjetja iz Republike Srbske v primerjavi s podjetji iz drugih držav zaradi podpisanih sporazumov o sodelovanju privilegiran položaj (GZS, 2005).

4.1.4.3 Tuje neposredne investicije

Tuje neposredne naložbe so v primerjavi z ostalimi tranzicijskimi državami nizke in so po podatkih bosanske Agencije za spodbujanje tujih naložb (FIPA) v obdobju od leta 1994 do konca leta 2003 znašale 2,1 milijarde KM (glej Sliko 3), od česar je bilo dve tretjini naložb usmerjenih v Federacijo BiH, preostanek pa v Republiko Srbsko. Leta 2004 so tuje neposredne investicije znašale 1,2 milijarde KM. V obdobju od leta 1994 do 2004 je v BiH največ vložila Hrvaška (264,9 mio KM), na drugem mestu je Avstrija (220,3 mio KM), sledita ji Slovenija (150,9 mio KM) in Nemčija (124 mio KM). Največ tujih naložb je bilo usmerjenih v proizvodnjo (59,4 odstotka), bančništvo (14,5 odstotka), trgovino (6,4 odstotka), storitve (4,2 odstotka), turizem (2,3 odstotka) in ostalo (9,1 odstotka) (FIPA, 2005).

Slika 3: Neposredne tuje investicije v BiH v letih od 1994 do 2004 (v mio KM)



Vir: FIPA, 2005.

Vlada med prednostmi vlaganj v BiH poudarja makroekonomsko stabilnost, trden tečaj konvertibilne marke, najnižjo stopnjo inflacije v regiji, reformiran in dobro razvit bančni sektor, bogate naravne vire, visoko izobraženo, kvalificirano in cenovno konkurenčno delovno silo, davčne in druge olajšave za tuje vlagatelje ter moderno zakonodajo o tujih vlaganjih, vključno z ustreznim zagotavljanjem varstva tujih vlagateljev. Ti se lahko odločijo za nakup podjetij, ki se morajo še privatizirati, še bolj pa si vlada prizadeva za povečanje greenfield naložb. Identificirani so bili nekateri sektorji, kjer so možnosti za neposredna vlaganja še velike, zanimanje za vlaganja pa se je povečalo z napovedano gradnjo avtoceste od Budimpešte do Ploč. Poleg infrastrukture (promet in zveze) ima BiH velike gospodarske

možnosti predvsem v energetskega sektorju, saj po ocenah strokovnjakov izrablja le okoli 30 odstotkov energetskih zmogljivosti. Zanimiva za vlaganja sta kmetijstvo in prehrabena industrija, saj bi lahko že z minimalnimi vlaganji nadomestili 80 odstotkov uvoženih živilskih izdelkov. Neizkoriščene so tudi možnosti vlaganj v turistični sektor, ki bo v prihodnjih letih po napovedih beležil visoke stopnje rasti. Poleg tega se pričakuje večji priliv kapitala pri privatizaciji strateških podjetij ter prodaji telekomunikacijskih in energetskih podjetij. Kljub vsemu pa mora BiH, da bi lahko pritegnila večje število tujih vlagateljev, najprej izboljšati poslovno klimo, zmanjšati število administrativnih procedur ter namesto prometnega davka uvesti davek na dodano vrednost in trošarine (Žlogar, 2005).

4.2 Privatizacija družbene lastnine

Vojna in s tem povezano pomanjkanje rasti domačega gospodarstva sta dejavnika, ki sta igrala pomembno vlogo v programu privatizacije v Federaciji BiH. Proces lastniške transformacije v BiH se je začel že leta 1990, v času bivše Jugoslavije, kar je znano tudi kot »Markovičeva privatizacija«. Šlo je za prodajanje delnic zaposlenim v podjetjih, zato je BiH priznava vse odkupe delnic, izvedene pred 31. decembrom 1991. Trenuten privatizacijski proces v Bosni se izvaja na nivoju entitet z ločenim procesom v distriktu Brčko (GZS, 2005).

Glede na razdelitev BiH se privatizacija in lastniške pravice urejajo ločeno v obeh entitetah, kar določa tudi Daytonski sporazum. Vendar pa iz ločenih zakonodaj izvirajo nekateri problemi, kar je bil razlog za sprejetje Okvirnega zakona za privatizacijo podjetij in bank v Bosni in Hercegovini (Framework Law on Privatisation of Companies and Banks), ki je bil sprejet 23. julija 1998. Zakon prepušča obema entitetama pravico do privatizacije vse državne lastnine, locirane na njunem ozemlju in pravico do sredstev, pridobljenih na tej osnovi, v skladu s sprejeto zakonodajo. Hkrati od obeh entitet zahteva, da sprejmeta nediskriminatorno zakonodajo ter zagotovita maksimalno jasnost in preglednost procesa, odgovornost in usklajenost s splošnim okvirom mirovnega sporazuma, in da medsebojno sodelujeta pri vprašanjih, povezanih s privatizacijo, ki na ravni entitete ne morejo biti rešena. Znotraj tega splošnega okvira sta obe entiteti začeli pripravljati predpise za privatizacijo in sta sprejeli razdelitveni privatizacijski model kot prevladujočega z nekaterimi značilnostmi, ki odsevajo značilne zakonske in ekonomske pogoje (razmere) v BiH (Deželan, Gregorič, 2001, str. 251).

Program privatizacije se z različno hitrostjo in uspešnostjo izvaja decentralizirano v entitetah (Federacije BiH in Republike Srbske), vendar krovni privatizacijski zakon na ravni države narekuje, da se mora privatizacijska zakonodaja obeh entitet poenotiti v skladu z načeli preglednosti in nediskriminatornosti obravnavanja tujih vlagateljev, ki so v BiH zdaj (po uveljavitvi novega Zakona o neposrednih tujih investicijah) izenačeni z domačini. Obenem niso predvidene nikakršne omejitve pri izbiri panoge, v katero želi vlagatelj vlagati. Edini izjemi sta proizvodnja in prodaja vojaških sredstev ter javno informiranje, kjer delež tujega kapitala ne more preseči 49 odstotkov (GZS, 2005).

Model privatizacije v BiH dovoljuje masovno udeležbo državljanov. Vlada Federacije BiH je ta model izpeljala z uporabo izkušenj držav, ki so prej vstopile v tranzicijski proces. Cilj procesa privatizacije je doseči hitro lastninsko preoblikovanje, zmanjšati ali ukiniti politični vpliv pri vodenju podjetij ter zmanjšati birokracijo in možnost, da bi BiH stopila v stik z drugimi državami, ki so uspešno izvajale privatizacijo. Masovna privatizacija bi tudi pripomogla k poravnavi notranjih dolgov in tako vodila k uresničitvi socialnih ciljev. Še vedno pa je primarni cilj pritegniti tuje investitorje z novimi tehnologijami in potencialnim nastopajočim trgom. Temu bi sledilo povečanje zaposlenosti (Interno gradivo Skupina Poteza, 2004).

4.2.1 Privatizacija v Federaciji BiH

Prava privatizacija se je v BiH začela šele nekaj let po zgoraj omenjenem Markovičevem poskusu. V Federaciji se je to zgodilo leta 1997, v njen model pa je vključenih kar nekaj načinov pridobivanja lastništva nad podjetji in bankami v družbeni občinski lasti (GZS, 2005).

Privatizacija v Federaciji BiH je razdeljena na privatizacijo malih, velikih in strateško pomembnih podjetij. Prva stopnja privatizacijskega procesa v Federaciji BiH je privatizacija malih podjetij. Njena osnovna ideja je izbrati relativno mala podjetja, ki bi se hitro privatizirala, kot tudi premoženje in lastnino velikih podjetij, ki je ta ne potrebujejo za opravljanje osrednje aktivnosti. Proces dovoli udeležbo podjetnikov, zainteresiranih za nakup določenih sredstev ali poslovnih aktivnosti, in s tem zbiranje precejšnjega zneska gotovine za Federacijo BiH (Rašković, 2002, str. 23). V procesu majhne privatizacije bi se privatizirala (GZS, 2005):

- podjetja z lastnino, katere vrednost, izkazana v začetni bilanci, je manjša od 255.000 evrov in ki imajo manj kot 50 zaposlenih – to prodajo vodi Agencija za privatizacijo;
- deli podjetij ali lastnina podjetij, katerih pretežna dejavnost je trgovina, gostinstvo, storitve ali cestni promet - to prodajo vodi podjetje samo pod nadzorom Agencije;
- deli ali lastnina drugih podjetij, ki ne opravljajo njihove pretežne dejavnosti ali niso v uporabi – to prodajo vodi podjetje samo pod nadzorom Agencije.

Privatizacija malih podjetij naj bi se izvajala prek javne prodaje, ki jo mora podjetje pripraviti in prijaviti pristojni agenciji v roku 60 dni po sprejetju zakona. Prodaja se izvaja z obveznim plačilom najmanj 35 % dogovorjene prodajne cene v gotovini. Za vsak znesek, plačan v gotovini prek 35 %, se lahko odobri popust do 8 %. Enakopravno možnost sodelovanja imajo namreč poleg tujih podjetij in tujih fizičnih oseb tudi državljani BiH, ki lahko namesto gotovine vlagajo svoje certifikate ali terjatve iz naslova neizplačanih deviznih vlog, plač, pokojnin in denacionalizacijskih nadomestil (interno gradivo Skupina Poteza, 2004).

Privatizacija velikih podjetij je druga stopnja procesa, ko se izvaja privatizacija srednjih in velikih podjetij. To poteka prek javne ponudbe delnic ali javnih prodaj. Javna ponudba delnic je primarna metoda prodaje pri privatizaciji velikih podjetij. V tem procesu je državni kapital podjetij ponujen državljanom v obliki delnic, v zameno za njihove certifikate ali denar (GZS, 2005).

Cilji privatizacije v Federaciji BiH so (Agencija za privatizacijo FBiH, 2005):

- prispevek razvoju ekonomskih reform in prehod na institucije in mehanizme tržnega gospodarstva;
- pridobitev izgubljenih trgov in vključevanje na mednarodni trg kapitala in blaga;
- uvedba zahodnih standardov in norm poslovanja;
- uvedba nove tehnologije in hkratno organiziranje upravljanja kapitala;
- zavarovanje državnih prihodkov in razbremenitev državnega proračuna;
- priliv tujega kapitala za oživitve gospodarstva;
- razvijanje konkurence in preprečevanje monopola na trgu blaga in storitev.

4.2.2 Privatizacija v Republiki Srbski

Zakon o privatizaciji v Republiki Srbski je bil sprejet že leta 1996, vendar je bil zaradi svoje sestave in značilnosti deležen mnogih kritik mednarodne skupnosti. Na podlagi teh kritik je vlada Republike Srbske leta 1998 sprejela nov privatizacijski zakon, čigar glavno načelo je javna udeležba v procesu privatizacije, kjer imajo vsi udeleženci pravico, da se odločijo za investiranje v različna podjetja, z gotovino ali vaučerji (Priatelj, 2001, str.21).

Zakon določa pogoje in postopek prodaje ter prenosa državnega kapitala v podjetjih Republike Srbske 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 registracije nastalih lastniških sprememb v sodni register (interno gradivo Skupina Poteza, 2004).

Privatizacijo v Republiki Srbski vodi Direkcija za privatizacijo, ki za svoje delo odgovarja Vladi. Direkcija izvaja prodajo državnega kapitala. Ena njenih nalog je tudi, da sprejema privatizacijske programe podjetij, ki pred odobritvijo privatizacijskega programa ne smejo izvajati nobenih statusnih sprememb. Kupci v procesu privatizacije so lahko domače in tuje fizične ter pravne osebe, medtem ko vladne institucije, agencije in podjetja, v katerih je državni kapital večji od 25 % skupnega osnovnega kapitala, ne smejo sodelovati kot kupci (Direkcija za privatizacijo RS, 2005).

Metoda privatizacije podjetja je določena v privatizacijskem programu s pogojem, naj se najmanj 55 % celotnega državnega kapitala v podjetju privatizira prek vavčerske ponudbe. Ta določila se ne nanašajo na podjetja s področja elektrogospodarstva, železnice, telekomunikacij,

vodne oskrbe, rudarstva in gozdarstva, javnih medijev, iger na srečo, proizvodnje orožja, vojaške opreme in ostalih strateških podjetij, kot tudi ne na podjetja, v katerih je vrednost državnega kapitala, izkazanega v začetni bilanci, manjša od 300.000 KM. (GZS, 2005).

4.2.3. Trenutno stanje privatizacije v BiH

Leta 2004 je bil privatizacijski saldo BiH porazen. Vse leto se je zgolj razpravljalo o »novem pristopu k privatizaciji« in reviziji privatizacije. Izgubljeno leto se za »vladajočo garnituro« morda ne zdi pomembno, a ima toliko večji pomen za paralizirano gospodarstvo in neučinkovito državo. Velike nadnacionalne družbe so se preselile v okoliške države. Volkswagen, ki je nekoč imel uspešen obrat v Sarajevu, se je odpravil na Slovaško, Henkel v Srbijo, Procter & Gamble na Madžarsko. Od močne lesne industrije, ki je na trgu nekdanje Jugoslavije izvozila za 1,5 milijarde dolarjev blaga, ni ostalo skoraj nič. Novo središče lesne industrije sicer postaja Poljska, BiH pa je prizadela usoda, kakršne prej ni imela. Postala je izvoznica poceni surovin in delovne sile ter država revščine (Gospodarski vestnik, 2005, str. 7).

Po podatkih Agencije za privatizacijo Federacije BiH bodo leta 2005 objavljeni javni razpisi za prodajo 14 podjetij (Energoinvest - tovarna za izdelavo stebrov za daljnovode, Šipad eksport - import, UNIS, Aida Tuzla, KTK Visoko, Energoinvest Sarajevo, Agrokomerc Velika Kladuša, Hidrogradnja Sarajevo, Krivaja Zavidovići, Unico filtri Tešanj, Stupčenica Olovo, hotel Zenit Neptun, hotel Europa Sarajevo in hotel Bristol Sarajevo). Največ državnega premoženja se nahaja v podjetjih Agrokomerc (165 milijonov evrov), Krivaja (127 milijonov evrov), Energoinvest (74 milijonov evrov) in Hidrogradnja (24 milijonov evrov). Agencija za privatizacijo Federacije BiH načrtuje tudi sklenitev treh pogodb o skupnih vlaganjih, in sicer za podjetja Tovarna sode, Natron Maglaj in Energopetrol Sarajevo. Tudi Direkcija za privatizacijo Republike Srbske je predstavila svoj načrt privatizacije za leto 2005. Privatizirali bodo okoli 120 podjetij s pretežno državnim kapitalom ter v 40 do sedaj že privatiziranih podjetjih preverili, če lastnik izpolnjuje vse kupoprodajne pogoje (Agencija za privatizacijo FBiH, 2005; Direkcija za privatizacijo RS, 2005).

4.3 Pravna ureditev trga kapitala

Pravna ureditev nasploh, predvsem pa vprašljiva zakonodaja kapitalskega trga, sta najpomembnejša dejavnika, ki odvrata tuje vlagatelje od portfeljskih naložb v BiH. Obe entiteti v Republiki BiH imata podoben institucionalen okvir ureditve kapitalskega trga, na katerem delujejo:

- **borzno posredniške hiše**, kot posrednik med strankami in drugimi udeleženci na trgu kapitala ter **banke**, ki za nasprotni strani v transakciji opravljajo denarno poravnavo. Proces trgovanja z vrednostnimi papirji se začne z investitorjem, ki želi kupiti ali

prodati delnice. Tega seveda ne more storiti direktno na borzi, ampak se mora obrniti na člana borze, naložbenega svetovalca;

- **borza vrednostnih papirjev** (Sarajevka berza vrijednosnih papira, Banjalučka berza hartija od vrijednosti), kot centralno mesto povezovanja ponudbe in povpraševanja vrednostnih papirjev;
- **komisija za vrednostne papirje** (Komisija za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine, Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srbske - KHOV RS), ki nadzoruje dogajanje na trgu vrednostnih papirjev;
- **register vrednostnih papirjev** (Registar vrijednosnih papira u Federaciji Bosne i Hercegovine), ki skrbi za registracijo poslov, vodi podatke o delničarjih posameznih družb).

V nadaljevanju bom navedla glavne zakone, ki urejajo trg kapitala v FBiH in v RS, glavne cilje Komisije vrednostnih papirjev in Registra vrednostnih papirjev, o Sarajevski in Banjaluški borzi pa bo govorilo 4. poglavje.

Glavni zakoni, ki urejajo trg kapitala v Federaciji BiH in RS, so (Sarajevska in Banjaluška borza, 2005):

- Zakon o trgu vrednostnih papirjev,
- Zakon o gospodarskih družbah,
- Zakon o deviznem poslovanju,
- Zakon o prevzemih,
- Zakon o investicijskih družbah in družbah za upravljanje.

Komisija vrednostnih papirjev, ki obstaja tako v FBiH kot v RS, je nadzorna institucija, ki deluje samostojno in neodvisno v okviru zakonskih določil, za svoje delo pa odgovarja neposredno državnemu zboru. Njena primarna vloga je nadzor na kapitalskim trgom s ciljem zaščititi vlagatelje in prispevati k razvoju trga vrednostnih papirjev.

Cilji Komisije vrednostnih papirjev v Federaciji BiH in v RS so (Komisija za vrednostne papirje v Federaciji BiH; KHOV RS, 2005):

- podpora vzpostavitve in razvoj trga vrednostnih papirjev v Federaciji BiH in RS;
- funkcioniranje urejenega trga z vrednostnimi papirji oziroma ustvarjanje zaupanja v vse ustanove in ostale udeležence na trgu;
- zaščita interesov vlagateljev in drugih udeležencev na trgu.

Glavni problem nadzora nad kapitalskim trgom BiH in ugotavljanje nepravilnosti v tej državi je v tem, da se v predpisih zapisane naloge v praksi ne izvajajo oz. se ne izvajajo dovolj dobro. Glavni razlog je pomanjkanje preventivnih ukrepov in neuspešno delovanje Komisije, kar bi lahko omogočilo odpravo nepravilnosti, še preden je kdo od vlagateljev oškodovan (Komisija za vrednostne papirje v Federaciji BiH; KHOV RS, 2005).

Register vrednostnih papirjev v FBiH in v RS predstavlja centralno institucijo za opravljanje storitev depozitarja nematerializiranih vrednostnih papirjev (registracija, hranjenje in posodabljanje podatkov o vrednostnih papirjih) in storitev papirne poravnave.

Za vlagatelja je z vidika varnosti zelo pomemben čas poravnave poslov, jamstveni sklad za poravnavo poslov ter dostopnost delniških knjig. Obveznost poravnave poslov z vrednostnimi papirji se med entitetama BiH ne razlikuje in se izpolni v roku treh dni od sklenitve posla. Glede jamstvenega sklada, ki štiti vlagatelje v primeru nezmožnosti izpolnitve obveznosti nasprotna stranke v poslu, pa se entiteti razlikujeta, saj tovrstne zaščite vlagateljev v FBiH še vedno ni. Za vlagatelje je zelo pomembno tudi to, ali so podatki o lastnikih v delniških knjigah javni in dostopni vsakomur ali le določenim subjektom. V obeh entitetah BiH zaradi osebnih interesov managementa v podjetjih delniške knjige niso dostopne in so torej skrite očem javnosti (Sarajevska in Banjaluška borza, 2005).

4.4 Tveganja pri portfeljskih vlaganjih v BiH

Investiranje v delnice na porajajočih se trgih kapitala, kot je BiH, je zlasti za tuje investitorje, ki so z njimi slabše seznanjeni, precej bolj tvegano kot investiranje na razvite trge. Ker je za porajajoče se trge kapitala značilno predvsem deželno, likvidnostno in valutno tveganje, bom v nadaljevanju opisala ta tveganja⁵ z vidika portfeljskih vlaganj v BiH.

4.4.1 Deželno tveganje

Deželno tveganje držav, katerih trgi kapitala se uvrščajo v skupino porajajočih se trgov, je v povprečju precej višje od deželnega tveganja razvitih tržnih gospodarstev. S pomočjo ocene deželnega tveganja, ki jo Euromoney objavlja dvakrat letno (v mesecu marcu in septembru) in ki temelji predvsem na finančni uspešnosti države, bom primerjala BiH in Hrvaško, ki veljata za manj razviti državi, s Slovenijo, ki spada med gospodarsko bolj razvite⁶ (glej Tabelo 3 na str. 26).

⁵ Kreditnega tveganja ne bom opisovala, ker se v diplomskem delu osredotočam le na vlaganje v delnice BiH.

⁶ Svetovna banka ima svojo lastno klasifikacijo in razvršča vse države, tako razvite kot manj razvite, v naslednje skupine (podatki o BDP na osebo so dani za leto 2003): 1. države z nizkim dohodkom (BDP na osebo leta 2003 je bil manjši od 765 USD); 2. države s srednjim dohodkom (BDP na osebo je bil med 766 in 9.385 USD); 3. države z visokim dohodkom (BDP je bil 9.386 USD ali več). Prvi dve skupini predstavljata manj razvite države (BiH z 1.530 USD in Hrvaška z 5.370 USD BDP na osebo, sodita med države s srednjim dohodkom), tretja skupina pa so razvite države, kamor sodi Slovenija z 11.920 USD BDP na osebo (World Bank, 2005).

Tabela 3: Ocene deželnega tveganja za BiH, Slovenijo in Hrvaško od septembra 2000 do marca 2004

	Deželno tveganje BiH		Deželno tveganje Slovenija		Deželno tveganje Hrvaška	
	Rang	Št. točk od 100	Rang	Št. točk od 100	Rang	Št. točk od 100
September 2000	178	15,82	33	68,93	70	49,67
Marec 2001	124	31,13	33	71,83	55	55,52
September 2001	161	23,89	31	73,78	181	6,73
Marec 2002	130	28,71	33	73,82	58	55,81
September 2002	161	24,35	30	75,42	51	59,06
Marec 2003	152	27,23	30	74,27	60	56,43
September 2003	110	35,56	28	76,14	58	57,11
Marec 2004	107	37,29	29	76,73	57	57,44

Vir: Euromoney Publication PLC, 2005.

Bosna in Hercegovina je svoj položaj republike utrdila leta 1995, ko je z Daytonskim sporazumom uredila položaj obeh entitet v skupni državi. Prva ocena deželnega tveganja konec leta 2000 je bila zelo nizka (15,82 točke), že leto kasneje pa je točkovno oceno tveganja uspela izboljšati za 100 %. V marcu leta 2004 je bila BiH uvrščena, glede na deželno tveganje, na 107. mesto, Hrvaška na 57. in Slovenija na 29. mesto. Na skali od 0 do 100 točk, pri čemer manjša vrednost pomeni večje deželno tveganje in obratno, je Bosna in Hercegovina dosegla le 37,29 točk, Hrvaška 57,44 točk in Slovenija 76,73 točk. Prag ocene deželnega tveganja za Republiko BiH je v zadnjih štirih letih nihal med 178. in 107. mestom na Euromoneyevi lestvici, še večje nihanje beležimo v številu točk, ki so se gibale od 15,82 pa tja do največje dosežene vrednosti 37,29, ki so jo dosegli v zadnji oceni marca 2004. Čeprav se je deželno tveganje Bosne in Hercegovine od septembra 2000 do marca 2004 zmanjšalo, je iz tabele razvidno, da vrednosti po letih precej nihajo, medtem ko so v Sloveniji te vrednosti stabilne.

4.4.2 Valutno tveganje

Investitorji na porajajočih se trgih kapitala običajno prevzemajo nadpovprečno visoko valutno tveganje. Z njim v BiH mislimo predvsem na ukinitve denarne uprave zaradi sprememb v zunanjem okolju (angl. external environment) ali zaradi naraščanja notranjega pritiska (angl. internal pressure) (Zajc, 2000, str. 30).

Monetarno politiko v BiH vodi valutni odbor (angl. currency board) v okviru centralne banke, katere guverner je predstavnik mednarodne skupnosti. Kot vemo, so države, ki so denarno upravo uvedle kot del stabilizacijskega programa, znižale inflacijo in lastni valuti povrnila kredibilnost (Ribnikar, 2000, str. 47).

Za tranzicijske države in države, ki so bile v gospodarskih težavah, je značilno, da je denarna uprava le prehodna monetarna ureditev, ki mora zagotoviti stabilnost in zaupanje v domačo

valuto. Ko je ta cilj dosežen, postane lahko denarna uprava omejevalna (realna apreciacija domače valute, nihanje obrestne mere, odsotnost funkcije posojilodajalca v skrajni sili). Država, ki je dosegla ustrezno stabilnost in kredibilnost svoje valute, lahko denarno upravo počasi preoblikuje v klasično centralno banko - postopoma preide na manjšo stopnjo pokritja domače valute in med rezerve sprejme tudi domače vrednostne papirje (Kešeljević, 2000, str. 3).

Centralni banki BiH je uspelo v sedmih letih doseči zastavljen cilj ohranitve monetarne in finančne stabilnosti v državi (nizka inflacija, stabilnost cen). Vse to pa je rezultat uspešnega vodenja monetarne politike Centralne banke Bosne in Hercegovine po principu valutnega odbora. Konvertibilna marka je postala najtrdnjša valuta v balkanskem prostoru, v okviru valutnega odbora je fiksno vezana na evro, centralna banka pa daje v obtok le toliko denarja, za kolikor ima pokritja v deviznih rezervah (CB BiH, 2005).

Slabosti denarnega odbora v BiH so: Centralna banka BiH ne more opravljati funkcije posojilodajalca v skrajni sili, ne more direktno financirati ekonomskega razvoja, ne more se ustrezno odzivati na zunanje šoke (angl. External shocks), ker denarna uprava ne more spreminjati deviznega tečaja. Prilagajanje šoku, na primer padcu izvoza, ne more potekati prek deviznega tečaja, temveč le prek domačih cen in plač. To prilagajanje je dolgotrajno in povezano z zmanjševanjem outputa in zaposlenosti (Zajc, 2000, str. 32).

Centralna banka BiH si prizadeva izboljšati trgovinsko bilanco, saj je za BiH značilen velik zunanje trgovinski primanjkljaj. Konec leta 2004 je znašal kar 6,93 milijarde KM, kar pa ne vpliva na denarni odbor, saj bo ta, kot je povedal bivši guverner CB BiH, v naslednjih petih letih ostal nespremenjen (CB BiH, 2005).

Bosna in Hercegovina bo še naprej delovala v okviru denarnega odbora, ker nobena druga monetarna politika ne bi mogla tako hitro priti do stabilne valute in nizke inflacije. Zato je pomembno, da tudi v prihodnje monetarna politika deluje v okviru denarnega odbora, dokler se BiH ne pridruži Evropski monetarni uniji (EMU) (CB BiH, 2005).

4.4.3 Likvidnostno tveganje

Trg kapitala v BiH je majhen, za večino takšnih trgov pa je običajno nizka tudi likvidnost delnic. Investitor tako sprejema precejšnje tveganje, da delnic ne bo mogel hitro prodati ali pa bo to lahko storil le s precejšnjimi stroški, npr. da bo delnice prodal po nizki ceni.

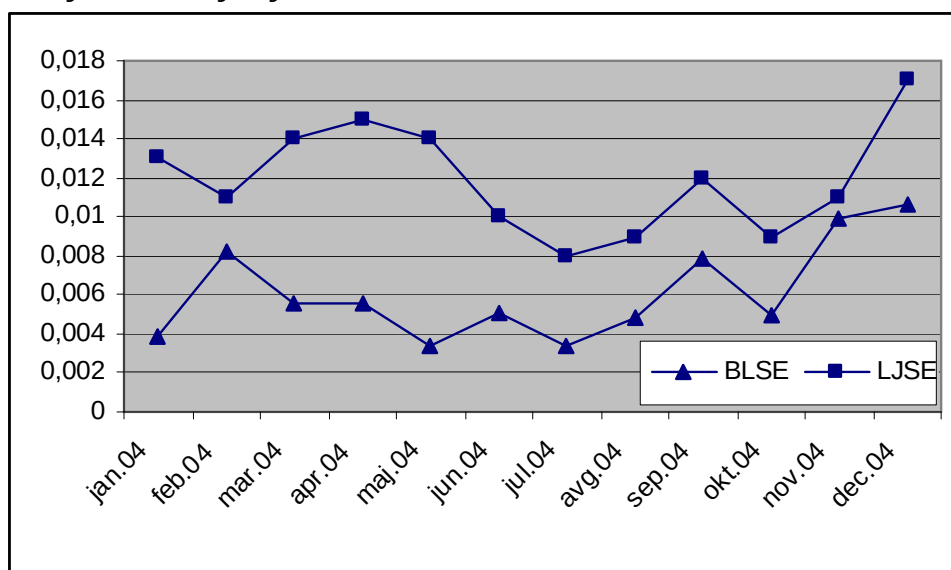
Likvidnost posameznega vrednostnega papirja ali trga likvidnosti kot celote lahko merimo in ocenjujemo z različnih vidikov. Najbolj preprosti so naslednji kazalci likvidnosti (Kržišnik, 2002, str. 10):

- *Promet* je skupna vrednost trgovanih delnic, seštevke zmnožkov cen in trgovanih količin za vse delnice, s katerimi se je trgovalo v določenem obdobju.

- *Koeficient obrata delnic (KOD)* je razmerje med prometom domačih podjetij z delnicami in celotno tržno kapitalizacijo nekega trga na določen dan. Koeficient obrata delnic ima več opredelitev. Nekateri teoretiki ga navajajo kot koeficient likvidnosti ali kar koeficient obračanja sredstev (KOS).
- *Navadna likvidnost* se izrazi kot razmerje med skupnim številom trgovalnih dni, ko se je z določenim vrednostnim papirjem trgovalo, in celotnim številom trgovalnih dni v letu. Delnice imajo nizko likvidnost, če so trgovane v manj kot 50 % trgovalnih dnevih, srednjenizko, če so trgovane v od 50 do 70 % trgovalnih dnevih, srednjo, če so trgovane v od 70 do 90 % trgovalnih dnevih, visoko pa imajo delnice, trgovane v več kot 90 % trgovalnih dnevih.

Na podlagi mesečnih podatkov o prometu in tržni kapitalizaciji v letu 2004 bom ocenila likvidnost s koeficientom obrata sredstev (KOS) za delnice (v borzni kotaciji in na prostem trgu) Ljubljanske borze in Banjaluške borze ter ju med seboj primerjala. Za Sarajevsko borzo koeficienta po mesecih ni bilo mogoče izračunati, saj podatkov o tržni kapitalizaciji na mesečni ravni ni mogoče dobiti.

Slika 4: Mesečni koeficient obrata delnic (KOD) iz borzne kotacije in prostega trga na Banjaluški in Ljubljanski borzi v letu 2004



Vir: Bilten Banke Slovenije, 2005, str. 28; Banjaluška borza, 2005.

Da bi lahko ugotovili, ali se likvidnost obeh primerjanih borz izboljšuje ali slabša, bi morali mesečne podatke primerjati za več let skupaj. Zaradi nezadostnih podatkov s strani bosanskih borz to ni bilo mogoče. Glede na razpoložljivost mesečnih podatkov na Banjaluški borzi ter glede na sezonska nihanja prometa po mesecih, dolgoročno ne morem podati splošne ocene o likvidnostnem tveganju. Iz Slike 4 je razvidna razlika med likvidnostjo Ljubljanske in Banjaluške borze. Glede na to, da je tudi slovenski trg kapitala še dokaj nerazvit, ta razlika dodatno kaže, da je na Banjaluški borzi izpostavljenost likvidnostnemu tveganju še večja.

5 Borzi vrednostnih papirjev v BiH

V Republiki BiH delujta dve borzi vrednostnih papirjev. Na Sarajevski borzi vrednostnih papirjev se trguje z vrednostnimi papirji gospodarskih subjektov s področja Federacije BiH, na Banjaluški pa s področja Republike Srbije. V nadaljevanju bom podrobneje opisala indekse obeh borz, njuno organizacijo in metode trgovanja.

5.1 Sarajevska borza

5.1.1 Splošno o borzi in njenem delniškem indeksu

Sarajevska borza (SASE) se kot mlada finančna institucija na organiziranem mednarodnem kapitalskem trgu pojavlja vse od septembra leta 2001, ko so bile uspešno izvedene aktivnosti osmih borzno posredniških hiš za vzpostavitev organiziranega trga kapitala. Prvi posel je bil sklenjen aprila leta 2002, kar je predstavljalo začetek trgovanja na sarajevski borzi. V prvem letu trgovanja je bilo na sarajevski borzi (SASE) sklenjenih za dobrih 41 milijonov KM poslov (Družba Donos, 2005).

Indeks privatizacijskih skladov, Sarajevske borze, BIFX⁷, je namenjen spremljanju gibanja tečajev privatizacijskih investicijskih skladov (Sarajevska borza, 2005).

Danes je na SASE mogoče trgovati z več kot petsto vrednostnimi papirji z borzne kotacije (angl. blue chips), ki predstavljajo najuspešnejša podjetja v Federaciji Bosne in Hercegovine, s prostega trga ter s kotacije privatizacijskih skladov. SASE vse od svoje ustanovitve zasleduje temeljni cilj, to je omogočiti dostop mednarodnim investitorjem do dinamičnega, aktivnega, modernega in dobro reguliranega trga (Družba Donos, 2005).

5.1.2 Organizacija trgovanja in čas trgovanja na Sarajevski borzi

Trgovanje na Sarajevski borzi je organizirano na treh segmentih, na katerih se trguje po posebnih pravilih (Sarajevska borza, 2005):

- 1) uradna borzna kotacija;
- 2) prosti trg;
- 3) kotacija skladov (del uradne kotacije).

⁷ Indeks je tehtan s tržno kapitalizacijo posameznih vrednostnih papirjev v njem. Bazična vrednost indeksa 1000 točk je bila postavljena leta 2002, njegova vrednost se je začela objavljati aprila leta 2003, sprejetje privatizacijskih skladov (PIF-ov) v kotacijo pa decembra leta 2003.

Tudi na SASE se v **uradni kotaciji** trguje z najkvalitetnejšimi domačimi papirji. Da bi lahko podjetje prišlo v uradno kotacijo, mora izpolnjevati naslednje kriterije (Sarajevska borza, 2005):

- višina kapitala najmanj 4 milijone KM;
- nominalna vrednost izdanih delnic najmanj 2 milijona KM;
- odstotek razreda delnic v javnosti vsaj 25 %⁸;
- delnica mora imeti najmanj 150 lastnikov.

Kotacija skladov je segment uradne kotacije, ki je rezerviran za ID-e in PID-e. V kotacijo se uvrstijo na enak način kot izdajatelji v borzni kotaciji, tudi ostale obveznosti (obveščanje itd.) so enake kot v borzni kotaciji. Izjema je le uvrstitev teh VP v kotacijo skladov, saj je ta urejena z zakonom in predpisi Komisije za VP.

Prosti trg je segment trga SASE, na katerem so pogoji sprejema posameznega VP najbolj blagi; dovolj je, da izdajatelj postavi zahtevo za uvrstitev, pri čemer pa mora SASE-u redno dostavljati podatke o poslovanju.

Trgovanje na SASE poteka ob ponedeljkih, torkih, sredah in četrkih med 9.00 in 13.30 uro. Naročila v sistem v času trgovanja je mogoče vnašati posledično (Sarajevska borza, 2005).

5.1.3 Metode trgovanja na Sarajevski borzi

V primeru sarajevske borze govorimo o **kombinaciji kontinuiranega** (posli se sklepajo na podlagi izenačitve trenutne ponudbe in povpraševanja po vrednostnem papirju) in **avkcijskega načina trgovanja**.

Za avkcijski način trgovanja je značilno zbiranje naročil v borznem sistemu do določenega trenutka, t.i. fixinga; to je tisti trenutek, ko borzni sistem poskuša povezati vsa naročila za nakup in prodajo. Fixing se izvršuje v časovnem obdobju nekje med 11.30 in 11.35 (točen čas ni nikoli natančno določen), tako da je morebitno manipuliranje s tečaji vrednostnih papirjev onemogočeno. Transakcije (nakup ali prodaja vrednostnih papirjev) pred fixingom niso mogoče. Na tak način se oblikuje enkratni dnevni avkcijski tečaj za posamezen vrednostni papir, pri katerem bo opravljeno največje število transakcij. Kupec in prodajalec v izvedeni transakciji v nobenem primeru nista oškodovana, saj se posel sklene le znotraj cenovnih meja, ki sta jih postavila oba udeleženca v transakciji. Po določitvi avkcijskega tečaja je mogoče do konca trgovalnega dne skleniti posel samo po tem tečaju (Družba Donos, 2005).

⁸ Pri ugotavljanju odstotka vrednostnih papirjev v javnosti se ne upoštevajo delnice v lasti uprave izdajatelja in delnice v lasti tistih, ki imajo več kot 10 % delnic posameznega razreda.

Izjemo pri trgovanju na SASE predstavljajo vrednostni papirji, za katere velja **kombiniran način trgovanja** (to je kombinacija kontinuiranega in avkcijskega načina trgovanja) in poteka v naslednjih korakih (Sarajevska borza, 2005):

- 1) vnos naročila v borzno-trgovalni sistem med 9.00 in 10.00 uro;
- 2) fixing med 10.00 in 10.05, kjer se oblikuje avkcijski tečaj za posamezen vrednostni papir, pri katerem bo opravljeno največje število transakcij. Vsi posli, izvedeni znotraj fixinga, bodo sklenjeni po enakem tečaju;
- 3) po fixingu (med 10.05 in 13.30 uro) je s temi vrednostnimi papirji mogoče trgovati na kontinuiran način, torej se posli sklenejo, če se izenači trenutna ponudba in povpraševanje po vrednostnem papirju. S tem je omogočeno sklepanje poslov po različnih tečajih.

Avkcijski način trgovanja omogoča koncentracijo ponudbe in povpraševanja na borzi ter povečuje likvidnost vrednostnih papirjev. Takšen način trgovanja je priporočljiv za manj likvidne trge, kar velja tudi za SASE kot mlado borzo. Podoben sistem je uveljavljen tudi na tujih borzah. Torej takšen način trgovanja ni uveljavljen le na manj razvitih kapitalskih trgih (Družba Donos, 2005).

5.2 Banjaluška borza

5.2.1 Splošno o borzi in njenih delniških indeksih

Borza vrednostnih papirjev v Banja Luki (BLSE) je bila ustanovljena maja 2001, ko je osem bank in ena borzno posredniška družba podpisalo pogodbo o ustanovitvi. Marca 2002 je bil prvi trgovalni dan na borzi, ko je 6 borznih članov trgovalo z 20 vrednostnimi papirji na elektronski platformi BTS, ki so jo pridobili od LJSE. Na Banjaluški borzi se danes trguje z delnicami podjetij, bank, zavarovalnic in privatizacijskih investicijskih skladov (Banjaluška borza, 2005).

Prvi indeks Banjaluške borze je BIRS, ki zasleduje gibanje največjih in najbolj likvidnih delnic. V indeks je lahko vključenih od 5 do 15 podjetij, ki izpolnjujejo zahtevane kriterije. Od 1.5.2004 je v indeksu 11 podjetij. Sicer je cenovni indeks, ki ne vključuje dividend. Tehtan je s tržno kapitalizacijo, pri čemur nobeden od vrednostnih papirjev ne more preseči več kot 20 odstotno utež. Bazična vrednost indeksa je 1000 točk na dan 1.5.2004. Drugi indeks, ki ga izračunavajo na borzi, je FIRS, ki zasleduje gibanje cen delnic privatizacijskih investicijskih skladov. Bazična vrednost indeksa je 1000 točk na dan 1.8.2004 (Banjaluška borza, 2005).

5.2.2 Organizacija trgovanja in čas trgovanja na Banjaluški borzi

Trg na Banjaluški borzi je sestavljen iz dveh segmentov: borzne kotacije in prostega trga. Borzna kotacija obsega pretežni del tržišča, kjer je poleg splošnih pravil poslovanja potrebno izpolniti tudi specifična pravila, vezana na obseg kapitala, razpršitev lastništva, rezultate poslovanja in objektivnost finančnega poročila. Glede na stopnjo razvoja trga kapitala v Republiki Srbski, prosti trg predstavlja segment, na katerem se pojavlja največ delnic, ki nastajajo v procesu privatizacije.

Zahteve za vključitev vrednostnih papirjev na organiziran trg so naslednje:

- vrednostni papirji omogočajo organizirano trgovanje;
- vrednostni papirji morajo biti v celoti vplačani;
- vrednostni papirji morajo biti prostno prenosljivi;
- vrednostni papirji morajo biti izdani v nematerializirani obliki.

Da bi lahko podjetje prišlo v **uradno kotacijo**, mora izpolnjevati naslednje kriterije:

- vsaj 3 leta poslovanja;
- višina kapitala najmanj 5 milijonov KM;
- nominalna vrednost izdanih delnic najmanj 1 milijon KM;
- odstotek razreda delnic v javnosti vsaj 15 % (velja isto kot pri SASE);
- delnica mora imeti najmanj 50 lastnikov.

Na **prostem trgu** je edini pogoj sprejema posameznega vrednostnega papirja zahteva za uvrstitev na prosti trg, ki jo postavi izdajatelj. Slednji mora BLSE redno dostavljati podatke o poslovanju. Trgovanje na Banjaluški borzi poteka ob torkih, sredah in četrkih med 9.30 in 12.00 uro (Banjaluška borza, 2005).

5.2.3 Metode trgovanja na Banjaluški borzi

Za Banjaluško borzo je značilen avkcijski način trgovanja. Pri takšnem načinu trgovanja se vsi posli s posameznim vrednostnim papirjem v določenem trgovalnem dnevu sklenejo po isti ceni. Avkcijska metoda sestoji iz faze pred odprtjem trga, odpiranja trga ter iz faze odprtega trga.

V fazi pred odprtjem trga lahko člani borze dodajajo nova naročila ali odstranjujejo oziroma spreminjajo obstoječa. Ob odprtju trga sistem izračuna ceno (otvoritvena cena) in posli se avtomatsko zaključijo. V zadnji fazi pa je mogoče vnašati samo naročila z omejitvami ter pokrivati nakupna ali prodajna naročila, če naročila ni bilo mogoče izvesti v celoti v drugi fazi (Banjaluška borza, 2005).

6 Analiza trgovanja z delnicami v BiH

Analizo trgovanja z delnicami bom preučevala s treh vidikov. Prvi vidik analize trgovanja z delnicami je razvitost trga delnic, kjer se bom osredotočila na nekatere kazalce, ki so pokazatelji razvitosti trga. Drugi vidik je likvidnost trga delnic, kjer bom na podlagi izračuna likvidnostnega koeficienta izbranih borz ter njihove primerjave ocenila likvidnost obeh bosanskih borz, na koncu pa naštela najbolj likvidne izdajatelje oz. delnice posameznih borz. V zadnjem, tretjem vidiku, sledi še analiza indeksov in njihova donosnost. Pri slednji opozarjam na problem dostopnosti podatkov, saj nekaterih ni bilo mogoče dobiti.

6.1 Razvitost trga delnic

Glavni kazalci, ki opredeljujejo razvitost trga delnic, so število kotirajočih podjetij, letno število novih podjetij, letna vrednost pridobljenega kapitala z novimi izdajami delnic, velikost tržne kapitalizacije, vrednost tržne kapitalizacije v BDP in na prebivalca, velikost prometa, koeficient obrata delnic, volatilitnost (nestanovitnost), koncentracija 5 % podjetij po trgovalni vrednosti ter koncentracija 5 % podjetij po tržni vrednosti in povprečna dnevna vrednost trgovanja (Kržišnik, 2002, str. 8).

Zaradi omejenosti razpoložljivih podatkov se bom pri analizi osredotočila na naslednje kazalce: velikost tržne kapitalizacije, vrednost tržne kapitalizacije v BDP in velikost prometa. Tako BiH kot Hrvaška sodita med manj razvite države, medtem ko Slovenija velja za bolj razvito, zato bom na podlagi omenjenih kazalcev naredila primerjavo med borzami različno razvitih držav (obe bosanski borzi, Ljubljanska in obe hrvaški borzi). Podatki o tržni kapitalizaciji in prometu bodo podani samo za leto 2003 in 2004, saj podatkov za prejšnja leta za bosanski borzi ni bilo mogoče dobiti.

- Tržna kapitalizacija delnic pokaže dejansko vrednost trga na določen dan in je zmnožek celotnega števila kotirajočih delnic domačih podjetij (z vsemi različnimi razredi) in njihove cene. Tržna kapitalizacija delnic vključuje le delnice domačih podjetij, navadne in prednostne delnice ter delnice brez glasovalnih pravic. Ne zajema pa investicijskih skladov, izvedenih instrumentov in uvrščenih tujih delnic.
- Delež tržne kapitalizacije v BDP pove, kako visoka je vrednost tržne kapitalizacije podjetij z delnicami v primerjavi z BDP. Nizek delež imajo države, kjer znaša 40 % in manj, srednjega države z deležem od 40 % do 100 %, visok delež pa imajo države, v katerih tržna kapitalizacija presega BDP v določenem obdobju.

- Promet je skupna vrednost trgovanih delnic, seštevke zmnožkov cen in trgovanih količin za vse delnice, s katerimi se je trgovalo v določenem obdobju (Kržišnik, 2002, str. 8).

Tabela 4: Promet izbranih borz vrednostnih papirjev leta 2003 in 2004 in tržna kapitalizacija konec leta 2004 (v mio EUR in v % BDP)

Borza	Promet			Tržna kapitalizacija	
	2003 (v mio EUR)	2004 (v mio EUR)	v % BDP	v mio EUR	v % BDP
Sarajevska borza	52	100	1,66	2.007	33,04
Banjaluška borza	37	51	0,85	818	13,47
Zagrebska borza	1.685	3.236	12,63	11.757	45,90
Varaždinska borza	95	184	0,72	5.686	22,20
Ljubljanska borza	1.417	1.652	6,71	12.708	51,63

Vir: Spletne strani borz vrednostnih papirjev, 2005.

Največjo rast prometa glede na leto 2003 sta zabeležili obe hrvaški borzi, pri čemer je največji promet z vrednostnimi papirji leta 2004 ustvarila Zagrebska borza. Pol manjši promet je ustvarila Ljubljanska borza, promet na obeh bosanskih borzah pa je bistveno nižji. Vse borze beležijo nizek promet z vrednostnimi papirji glede na delež v BDP. Promet na obeh bosanskih borzah predstavlja skromnih 2,51 odstotka BDP (glej Tabelo 4).

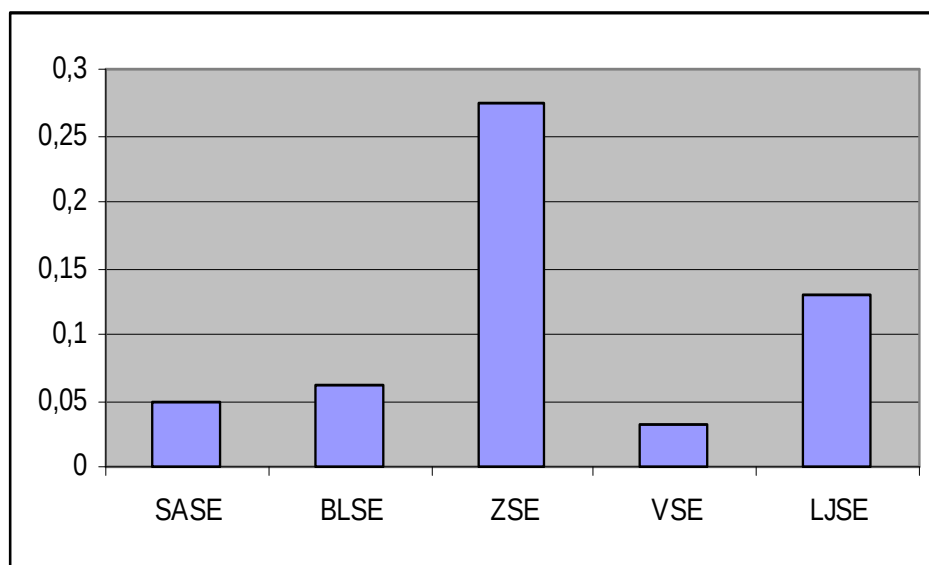
Konec leta 2004 je po tržni kapitalizaciji z 12,7 milijardami EUR vodilna Ljubljanska borza, sledita ji obe hrvaški, medtem ko sta bosanski borzi po tržni kapitalizaciji bistveno manjši od ljubljanske. Če primerjamo tržno kapitalizacijo posameznih borz z bruto družbenim proizvodom države, sta na prvem mestu hrvaški borzi, ki skupaj predstavljata 68,10 odstotka hrvaškega BDP, kar predstavlja srednji delež tržne kapitalizacije. Sledi Slovenija z 51,63 odstotnim deležem tržna kapitalizacije v BDP, nato obe bosanski borzi z 46,51 odstotnim deležem tržne kapitalizacije v BDP.

Promet leta 2004 se je na obeh bosanskih borzah glede na leto 2003 povečal, kar pomeni, da se je skupna vrednost trgovanih delnic povečala tako na Sarajevski kot na Banjaluški borzi. Obe borzi sta z vidika donosnosti še vedno privlačni za tuje investitorje. V prihodnje analitiki spet priporočajo vlaganje na obe bosanski borzi, tako da lahko tudi leta 2005 pričakujemo rast prometa na omenjenih borzah.

6.2 Likvidnost trga delnic

Likvidnostno tveganje sem razložila že v točki 4.4.3, tokrat bom na podlagi podatkov prometa in tržne kapitalizacije za leto 2004 izračunala koeficient likvidnosti ali koeficient obrata delnic (KOD) za obe bosanski borzi ter ju primerjala s koeficienti ostalih borz.

Slika 5: Koeficient obrata delnic (KOD), v borzni kotaciji in na prostem trgu, na izbranih borzah leta 2004



Opomba: SASE - Sarajevska borza, BLSE - Banjaluška borza, ZSE - Zagrebška borza, VSE - Varaždinska borza in LJSE - Ljubljanska borza.

Vir: Spletne strani borz, 2005.

Večina teh borz je majhnih in temu ustrezno nizka je običajno tudi likvidnost delnic. Čeprav je tako slovenski kot hrvaški trg še dokaj nerazvit, je iz Slike 5 razvidna razlika med kazalcema bosanskih in kazalcema Ljubljanske in Zagrebške borze. Likvidnost je na obeh bosanskih borzah majhna oziroma likvidnostno tveganje nadpovprečno visoko.

Rast delniških tečajev se je leta 2004 v BiH začela v Sarajevu. Ne glede na gospodarske razmere, ki so značilne za to državo (30 odstotna brezposelnost, tretjina gospodarstva je siva ekonomija, plačilna disciplina je le termin iz ekonomskih učbenikov), se je večina vlagateljev (največ slovenskih) odločila za naložbe v bosanska podjetja in pife. Poleg pifov se je leta 2004 najbolj trgovalo z delnicami bosanskih »blue chipov«. Prevladovala so naložbe v Bosnalijek, BH Telekom, Klas, ŽGP, ABS Banko, UPI Banko, Tuzla puteve in Elektroprivredo. Delnice omenjenih podjetij so tudi leta 2005 glavne tarče vlagateljev.

Predvideva se, da bodo gibanje tečajev v prihodnje zaznamovali poslovni rezultati podjetij. Lepo rast prodaje in dobička je leta 2004 doseglo farmacevtsko podjetje Bosnalijek (Železnik, Žigon, 2005, str. 31) in tako objavilo 20 % rast prihodkov ter 23 % rast bruto dobička glede na leto 2003. Prav tako spodbudne so napovedi oziroma načrt poslovanja za leto 2005, saj v podjetju napovedujejo razširitev proizvodnje z 21 novimi izdelki in za 30 % večji izvoz (Železnik, 2005, str. 56).

Rasti tečajev v Federaciji so sledili tudi tečaji v Republiki Srbski. Čeprav je kapitalski trg manjši in likvidnost še nižja, so se vlagatelji močno zanimali tudi za banjaluške pife. Poleg

pifov so v letu 2004 največ transakcij opravili z delnicami Telekoma RS ter Banjalučko pivaro (glej Tabelo 5). Država naj bi svoja deleža v obeh podjetjih ponudila na dražbo v letošnjem letu 2005. Enako kot pri BH Telecomu, je direkcija za telekomunikacije tudi Telekomu RS naložila zniževanje cene impulzov za klice znotraj skupine (iz mobilne telefonije v fiksno in obrnjen), kar ob visokih tekočih vlaganjih v posodobitev infrastrukture ter izpadu prihodkov lahko vpliva na poslovni izid. Prihodki Banjalučke Pivare so se leta 2004 glede na enako obdobje v letu 2003 prepolovili, podjetje pa posluje z minimalnim dobičkom. V preteklem letu so precej investirali v nove kapacitete, medtem ko se jim je tržni delež zmanjševal. Poslovanje Banjalučke pivare sta leta 2004 zaznamovala boj za tržni delež v obliki cenovnega dumpinga tujih pivovarjev ter neprepričljiva trženjska strategija. Sledili so vladni ukrepi, npr. uvajanje carin na tuje pivo (Železnik, Žigon, 2005, str. 32).

Tabela 5: Vrednostni papirji, s katerimi se je leta 2004 na BLSE največ trgovalo, in njihov promet v istem letu

Oznaka podjetja	Naziv podjetja	Promet (v KM)
TLKM-R-A	Telekom Srpske B. Luka	16.731.315
BLPV-R-A	Banjalučka pivara B. Luka	10.739.962
ZPTP-R-A	PIF Zepter fond B. Luka	5.362.309
VTNK-R-A	Vitinka Kozluk	3.452.696
NOVB-R-A	Nova banka Bijeljina	2.248.756

Vir: Banjaluška borza, 2005.

V obdobju od 1.5.2004 do 31.10.2004⁹, je bil z vrednostnimi papirji dvanajstih podjetij, ki sestavljajo indeks BIRS, ustvarjen promet 16,7 mio KM, kar predstavlja 57 % skupnega prometa na Banjaluški borzi, ki je v istem obdobju znašal 28,9 mio KM (brez trgovanja s pifi, svežnji in državnimi vrednostnimi papirji).

Najlikvidnejši izdajatelji oz. delnice, s katerimi se je leta 2004 največ trgovalo, niso nujno delnice največjih izdajateljev. Največji izdajatelji na podlagi tržne kapitalizacije leta 2004 so bili predvsem Telekom Srpske, Banjalučka pivara, Rafinerija ulja Modriča, LHB banka Banja Luka, Nova banka Bijeljina in Boksit Milići (glej Tabelo 6).

Tabela 6: Največji izdajatelji na Banjaluški borzi leta 2004 in njihova tržna kapitalizacija konec istega leta

Podjetje	Tržna kapitalizacija (v KM)
Telekom Srpske	507.134.509
Banjalučka Pivara	68.682.676
Rafinerija ulja Modriča	65.115.879
LHB banka Banja Luka	16.091.810
Nova banka Bijeljina	15.001.000
Boksit Milići	13.830.137

Vir: Banjaluška borza, 2005.

⁹ Podatki o prometu so dani na podlagi polletnih revizij Komisije za oblikovanje in revizijo borznega indeksa RS BIRS.

Konec leta 2004 je celotna tržna kapitalizacija vrednostnih papirjev dvanajstih podjetij, ki sestavljajo indeks BIRS, znašala 722 mio KM, kar predstavlja 57 % skupne tržne kapitalizacije na Banjaluški borzi, ki je na isti dan znašala 1.267.387.410 KM (brez delnic pifov).

6.3 Borzni indeksi in njihova donosnost

V tem delu naloge bom analizirala sarajevski indeks (BIFX) ter oba banjaluška indeksa (BIRS, FIRS). S tem bom predstavila strukturo indeksa BIFX konec leta 2004, strukturo indeksov BIRS in FIRS maja 2005, vrednost BIFX od aprila 2003 do aprila 2005 in njegovo donosnost v tem obdobju, ter vrednost indeksov BIRS in FIRS od maja 2004 do maja 2005 in njuno donosnost v istem obdobju.

6.3.1 Indeks BIFX

Borzni indeks privatizacijskih skladov BIFX je namenjen spremljanju gibanja tečajev privatizacijskih investicijskih skladov (pifov). Struktura indeksa konec leta 2004 je razvidna iz Tabele 7, vrednost indeksa od srede leta 2003 do sredine leta 2005 pa prikazujem na Sliki 6.

Iz Tabele 7 je razvidno, da ima največji delež v indeksu BIFX pif Big (25,63 %), s katerim se je leta 2004 tudi največ trgovalo, sledijo mu pifi Mi-group (11,55 %), Pro-Plus (10,39 %) in Naprijed (10,23 %). Delež med 5 % in 8 % imajo pifi: Eurofond-1 (7,75 %), Bosfin (7,73 %), Crobih (6,41 %), Bonus (6,15 %) in Herbos fond (5,86 %) ter zadnja dva pifa, ki imata delež v indeksu BIFX pod 5 %: Fortuna fond (4,70 %) ter Prevent-Invest (3,55 %).

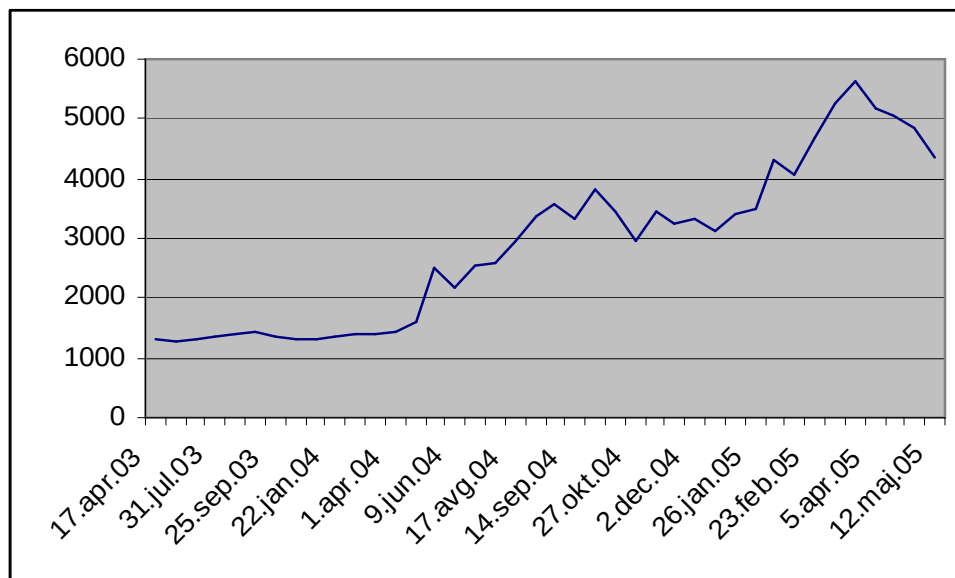
Tabela 7: Struktura delniškega indeksa BIFX konec leta 2004

Podjetje	Delež v BIFX-u
Big d.d. Sarajevo	25,63%
Mi-group d.d. Sarajevo	11,55%
Prof-Plus d.d. Sarajevo	10,39%
Naprijed d.d. Sarajevo	10,23%
Eurofond-1 d.d. Tuzla	7,75%
Bosfin d.d. Sarajevo	7,73%
Crobih fond d.d. Mostar	6,41%
Bonus d.d. Sarajevo	6,15%
Herbos fond d.d. Mostar	5,86%
Fortuna fond d.d. Bihaće	4,70%
Prevent – Invest d.d.	3,55%

Vir: Sarajevska borza, 2005.

Bazična vrednost indeksa BIFX 1.000 točk se je začela objavljati aprila leta 2003. Kot je razvidno iz Slike 6, se je delniški indeks BIFX v zadnjem letu precej povečal in tako konec decembra leta 2004 znašal 3.283,54 točke. Največja vrednost indeksa je bila marca 2005, in sicer 5.640,27 točke. Vrednost indeksa na dan 1.1.2004 je bila 1.305,04, na dan 31.12.2004 pa 3.283,54 točke, tako da je donosnost indeksa BIFX v tem obdobju znašala 151,6 %.

Slika 6: Dnevne vrednosti indeksa BIFX v obdobju od aprila 2003 do aprila 2005



Vir: Raiffeisen Brokers, 2005.

Leta 2005 so na Sarajevski borzi tečaji pifov nekoliko upadli. Osrednji indeks pifov BIFX je v dveh mesecih zdrsnil za 27 % in se s 5.640 točk sredi meseca marca spustil na 4.118 točk sredi meseca maja. Ob tem se je pocenilo vseh 11 pifov, ki kotirajo na Sarajevski borzi. Kljub padcu indeksa BIFX, borzni analitiki v prihodnje še vedno priporočajo vlaganje v delnice na Sarajevski borzi, predvsem v pife: Big, Naprijed, Bonus, Mi-group ter Prof-Plus (Železnik, 2005, str. 54).

6.3.2 Indeks BIRS

Osrednji indeks Banjaluške borze BIRS odraža gibanje tečajev največjih in najbolj likvidnih delnic. Tehtan je s tržno kapitalizacijo, pri čemer nobeden od vrednostnih papirjev ne more preseči deleža 20 %.

Tabela 8: Struktura delniškega indeksa BIRS konec maja 2005

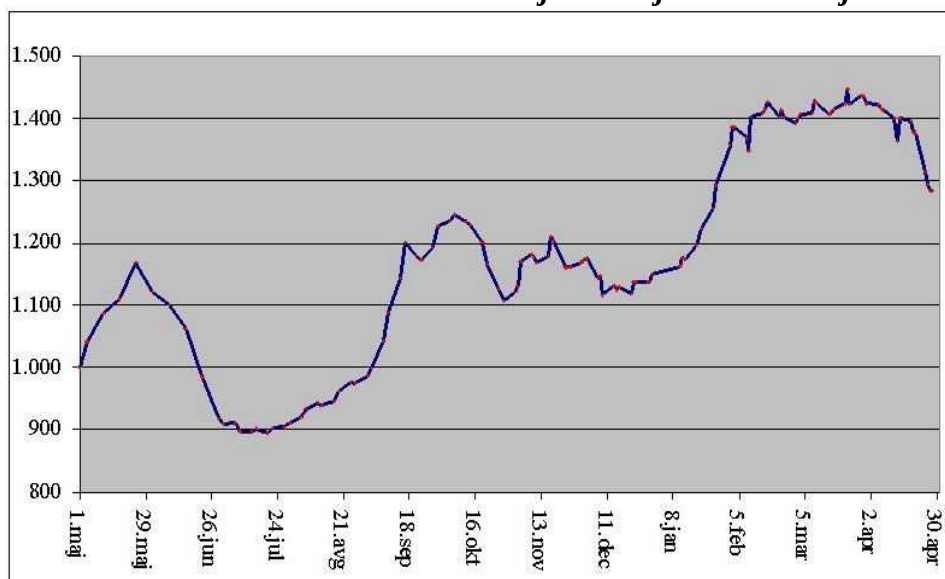
Podjetje	Delež v BIRS-u
Telekom Srpske	20,00%
Rafinerija ulja Modriča	20,00%
Banjalučka Pivara	19,57%
Birač Zvornik	9,43%
Srpske Pošte	6,60%
LHB Banka Banja Luka	6,10%
Nova banka Bijeljina	5,30%
Boksit Milići	3,48%
Boska RK Banja Luka	3,38%
Tržnica Banja Luka	2,20%
Metal Gradiška	1,98%
Vitaminka Banja Luka	1,96%

Vir: Banjaluška borza, 2005.

Novembra leta 2004 je prišlo do spremembe strukture indeksa BIRS. Delnice podjetij Alpro Vlasenica in delnice Hotela Palas so bile izključene iz indeksa, medtem ko so bile na novo dodane delnice Metal Gradiska, Vitaminka Banja Luka in Boska Banja Luka.

Iz Tabele 8 je razvidno, da imajo največji delež v indeksu BIRS delnice Telekoma Srbske (20 %) in Rafinerije ulja Modriča (20 %), s katerimi se je v prejšnjem letu 2004 tudi največ trgovalo, sledijo delnice Banjalučke Pivare (19,57 %). Delež med 5 % in 10 % imajo delnice: Birač Zvornik (9,43 %), Srpske pošte (6,60 %), LHB Banka Banja Luka (6,10 %) in Nova Banka Bijeljina (5,30 %). Delnice, ki imajo delež v indeksu BIRS pod 5 %, so: Boksit Milići (3,48 %), Boska RK Banja Luka (3,38 %), Tržnica Banja Luka (2,20 %), Metal Gradiška (1,98 %) in Vitaminka Banja Luka (1,96 %).

Slika 7: Dnevne vrednosti indeksa BIRS v obdobju od maja 2004 do maja 2005



Vir: Banjaluška borza, 2005.

Bazična vrednost indeksa je 1.000 točk na dan 1.5.2004. Največja vrednost indeksa BIRS je bila marca 2005 (1.450 točk), najmanjša vrednost pa 20.7.2004 (895,52 točk). Vrednost indeksa BIRS se je v zadnjem letu (od 1.5.2004 1.5.2005) povečala za 28,38 % in je tako 1.5.2005 znašala 1.283,78 točke (glej Sliko 7 na str. 39).

Tabela 9: Spremembe cen delnic, vključenih v indeks BIRS, v obdobju od 15.11.2004 do 15.05.2005*

Podjetje	Cena delnice 15.11.04	Cena delnice 15.05.05	Sprememba cene (v %)
Telekom Srpske	1,28	1,72	34,38%
Rafinerija ulja Modriča	0,32	0,35	9,38%
Banjalučka Pivara	1,44	1,30	-9,72%
LHB banka Banja Luka	1.015,00	1.150,00	13,30%
Nova banka Bijeljina	1.000,00	1.120,00	12,00%
Trgoprodaja Prijedor	0,70	0,70	0,00%
Boksit Milići	0,80	0,638	-20,25%
Tržnica Banja Luka	0,50	0,81	62,00%
Veleprehrana Banja Luka	0,30	0,39	30,00%
Boska RK Banja Luka	0,25	0,25	0,00%
Vitaminka Banja Luka	0,30	0,25	-16,67%
Metal Gradiška	0,23	0,40	73,91%

*Opomba: *Podatki o spremembi cen delnic, vključenih v indeks BIRS, so dani na podlagi polletnih revizij Komisije za oblikovanje in revizijo borznega indeksa BIRS.*

Vir: Banjaluška borza, 2005.

Leta 2005 so imele največjo rast cen delnice Metal Gradiške, kjer se je cena povečala kar za 73,91 %, Tržnica Banja Luka (62 %) ter Telekom Srpske (34,38 %), medtem ko so delnice Banjalučke Pivare (-9,72 %), Boksit Milići (-20,25 %) ter Vitaminka Banja Luka (-16,67 %) izgubile na vrednosti (glej Tabelo 9). Borzni analitiki v prihodnje še vedno priporočajo vlaganje na Banjaluško borzo, predvsem vlaganje v delnice Telekoma Srpske, saj so te od 1.5.2004 do 1.5.2005 narasle za 168,75 % (Kačič, 2005, str. 20), ter v delnice Rafinerije ulja Modriča, ki se jim kljub skromnim poslovnim rezultatom obetajo boljši časi. Podjetje intenzivno išče poslovnega in strateškega partnerja. Analitiki priporočajo tudi vlaganje v delnice podjetja Vitaminka, saj načrtujejo posodobitev opreme za proizvodno sadnih sokov (Železnik, 2005, str. 56).

6.3.3 Indeks FIRS

Drugi indeks, ki ga izračunavajo na Banjaluški borzi, je FIRS, ki zasleduje gibanje cen delnic privatizacijskih investicijskih skladov (pifov).

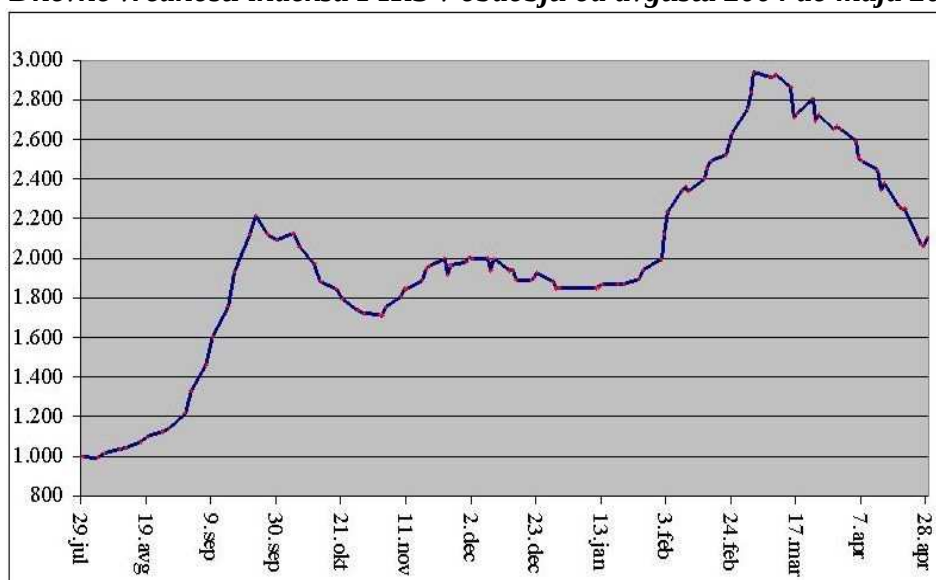
Tabela 10: Struktura delniškega indeksa FIRS konec maja 2005

Podjetje	Delež v FIRS-u
PIF Zepter fond AD B. Luka	32,82%
Kristal invest fond AD B. Luka	12,62%
PIF invest nova fond AD Bijeljina	9,48%
Polara invest fond AD B. Luka	7,73%
Euroinvestment fond AD B. Luka	6,76%
PIF VIB fond AD B. Luka	6,03%
PIF BLB-Profit AD B.Luka	4,76%
PIF VB fond AD B. Luka	4,43%
PIF Aktiva invest fond AD Gradiška	3,65%
Balkan Investment Fond AD B. Luka	3,58%
PIF Bors invest fond AD B. Luka	3,42%
PIF Jahorina koin AD Pale	2,58%
PIF Privrednik AD B. Luka	2,14%

Vir: Banjaluška borza, 2005.

Iz Tabele 10 je razvidno, da ima največji delež v indeksu FIRS pif Zepter fond (32,82 %), sledi mu pif Kristal invest fond (12,62 %). Delež med 5 % in 10 % imajo pifi: Invest nova fond (9,48 %), Polara invest fond (7,73 %), Euroinvestment fond (6,67 %) in VIB fond (6,03 %). Pifi, ki imajo delež v indeksu BIFX pod 5 %, so: BLB-Profit (4,76 %), VB fond (4,43 %), Aktiva invest fond (3,65 %), Balkan Investment fond (3,58 %), Bors invest fond (3,42 %), Jahorina koin (2,58 %) in Privrednik (2,14 %).

Slika 8: Dnevne vrednosti indeksa FIRS v obdobju od avgusta 2004 do maja 2005



Vir: Banjaluška borza, 2005.

Bazična vrednost indeksa FIRS je 1.000 točk na dan 1.8.2004. Največja vrednost indeksa je bila 3.3.2005, znašala je 2.950,14 točke. Vrednost indeksa FIRS se je v zadnjem letu (od 1.8.2004 do 1.5.2005) povečala za 110,99 % in je tako 1.5.2005 znašala 2.109,89 točke (glej Sliko 8).

Tabela 11: Spremembe cen delnic, vključenih v indeks FIRS, v obdobju od 1.8.2004 do 1.5.2005*

Podjetje	Cena delnice 1.08.04.	Cena delnice 1.5.04.	Sprememba cene v %
BLB Profit	2,62	4,20	60,31%
Balkan Investment	2,00	4,73	136,50%
Bors Invest fond	2,21	4,11	85,97%
Euroinvestment fond	1,81	9,50	424,86%
Aktiva invest fond	1,80	4,20	133,33%
Invest nova fond	0,041	0,077	87,80%
Jahorina kon. invest	1,50	1,99	32,67%
Kristal invest	2,72	5,95	118,75%
Polara invest fond	2,45	7,00	185,71%
Privrednik	1,74	3,02	73,56%
VB fond	2,42	4,41	82,23%
VIB fond	2,20	4,61	109,55%
Zepter fond	3,31	6,70	102,42%

*Opomba: *Podatki o spremembi cen delnic, vključenih v indeks FIRS, so dani na podlagi polletnih revizij Komisije za oblikovanje in revizijo indeksa investicijskih skladov FIRS.*

Vir: Banjaluška borza, 2005.

V zadnjem letu (od 1.8.2004 do 1.5.2005) je bila v vseh trinajstih privatizacijski investicijskih skladih (pifih) zabeležena rast cen (glej Tabelo 11). Največjo rast je imel pif Euroinvestment fond, kjer se je cena pifa povečala kar za 424,86 %, sledijo mu pifi Polara invest (185,71 %), Balkan investment (136,50 %), Aktiva invest (133,33 %), Kristal invest (118,75 %), VIB fond (109,55 %) ter Zepter fond (102,42 %). Borzni analitiki v prihodnje priporočajo vlaganje v pife Zepter, Kristal Invest, Euroinvestment, Invest Nova in BLB Profit (Kačič, 2005, str. 20).

Bosanski pifi veljajo za visoko tvegane naložbe, kar dokazuje tudi njihovo nestanovitno gibanje v zadnji polovici leta. Tovrstna naložba je smiselna le za vlagatelje, ki se zavedajo tveganja. Pifi 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 BiH rasla tudi v prihodnosti (Čadež, 2005, str. 18).

Bosanski trg je primeren predvsem za tiste vlagatelje, ki so pripravljeni veliko tvegati, saj je likvidnost na obeh bosanskih borzah majhna oz. likvidnostno tveganje nadpovprečno visoko. Vse pa je odvisno tudi od tega, kdaj vlagatelj vstopi na trg.

Kasneje kot se bodo gospodarke in politične razmere v BiH uredile, kasneje bo rast podjetij in pifov na kapitalnem trgu zanesljivejša in manj tvegana.

7 Sklep

Pri investiranju na tuje trge, predvsem na porajajoče se trge kapitala, je pomembno, da vsak vlagatelj razmisli, kakšno tveganje si lahko privošči ter da si strateško oblikuje svoj portfelj, kar pomeni, da poskrbi za ustrezno regionalno kot tudi panožno razpršitev.

Zelo pomembno je natančno proučiti, v katerem ciklu se nahaja celotno gospodarstvo, kaj to pomeni za posamezno panogo in kako vse skupaj vpliva na posamezno podjetje. Na koncu mora vsak vlagatelj tudi natančno analizirati poslovanje podjetja v preteklem, sedanjem in prihodnjem obdobju.

Kljub pomankljivostim porajajočih se trgov kapitala, ki sem jih navedla v diplomskem delu, so delnice takšnih trgov kapitala vendarle lahko zelo koristno dopolnilo delnicam, ki jih ponujajo razviti trgi. Investitorji namreč z investiranjem na te trge premoženje lahko še dodatno razpršijo. Zahtevana donosnost delnic na porajajočih se trgih kapitala je višja kot na razvitih, saj investitor prevzema večje tveganje, ki ga je pripravljen sprejeti, le če pričakuje, da bo za to tudi ustrezno nagrajen.

V zadnjih letih je v BiH opazen napredek pri prehodu v tržno gospodarstvo. Vzpostavljena je bila osnova za reforme, vključno z enotnim carinskim sistemom, usklajevanjem davčne politike in začetkom privatizacije. Na mnogih področjih pa je napredek žal prepočasen, predvsem na področju pravne ureditve oziroma vprašljive zakonodaje kapitalskega trga, ki je eden najpomembnejših dejavnikov, ki odvrča tuje vlagatelje od portfeljskih naložb v BiH.

V državi BiH je močno prisotno deželno tveganje, ki je v primerjavi z drugimi državami visoko. Čeprav se je v zadnjih letih že zmanjšalo, so še vedno prisotna nihanja vrednosti deželnega tveganja.

Z valutnim tveganjem v BiH mislimo predvsem na ukinitve denarne uprave zaradi sprememb v zunanjem okolju ali zaradi naraščanja notranjega pritiska. Ker v BiH predstavlja največji problem velik zunanjetrgovinski primanjkljaj, si Centralna banka BiH prizadeva izboljšati trgovinsko bilanco. Kljub temu naj bi v naslednjih petih letih denarni odbor ostal nespremenjen in BiH bo še naprej delovala v njegovem okviru, ker nobena druga monetarna politika ne bi mogla tako hitro priti do stabilne valute in nizke inflacije.

Trg kapitala v BiH je majhen, za večino takšnih trgov je običajno nizka tudi likvidnost delnic. Na podlagi izračuna likvidnostnega koeficienta izbranih borz ter njihove primerjave je moč oceniti, da je likvidnost na obeh bosanskih borzah majhna oziroma likvidnostno tveganje nadpovprečno visoko.

Kljub temu, da porajajoči se trgi kapitala omogočajo precej dodatnih koristi, mora vlagatelj investirati tudi v delnice razvitih kapitalskih trgov. Pri izbiri tujih kapitalskih trgov mora biti

vlagatelj previden, upoštevati mora predvsem naslednja merila: velikost in likvidnost trga, donosnost in tveganje delnic ter izbor naložb.

Literatura

1. Berk Aleš, Peterlin Jožko, Ribarič Peter: Obvladovanje tveganja: Skrivnosti celovitega pristopa. Ljubljana : GV založba, 2005. 280 str.
2. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: Essentials of Investments. New York : Irwin, 1992. 639 str.
3. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: Investments. 4 izdaja. New York : McGraw Hill, 1999. 967 str.
4. Borak Neven: Ravnanje s tveganji–zbornik. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije, 1999. 187 str.
5. Brigham F. Eugene, Gapenski C. Louis, Daves R. Phillip: Intermediate Financial Management. Orlando : The Dryden Press, Harcourt Brace & Company, 1999. 1083 str.
6. Čadež Tina: Bosanski pifi donosni, a tvegani. Dnevnik, Ljubljana, 2005, 152, str. 18.
7. Deželan Silva et al.: Makroekonomija in finance v Bosni in Hercegovini: Stanje, problemi in perspektive. Slovenska podjetja na trgih nekdanje Jugoslavije. Ljubljana, Časnik Finance, 2001, str. 239-264.
8. Dimovski Vlado: Bančništvo – zapiski predavanj. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 74 str.
9. Dvořák Tomaž: Management valutnih tveganj z uporabo izvedenih finančnih instrumentov. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 37 str.
10. Gospodarski vestnik: Privatizacija v BiH. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2005, 3, str. 7.
11. Kačič Matej: Anketa: Tečaji padajo, a preplaha še ni. Moje Finance, Ljubljana, 5(2005), 2, str. 20.
12. Kavčič Marija: Regulacija in nadzor bank. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 103 str.
13. Kešeljevič Aleksandar, Zajc Peter: Denarna uprava in izkušnje posameznih držav. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 5, str. 2-7.
14. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana : GV Založba, 2001. 517 str., 23 pril.
15. Kržišnik Nataša: Razvitost slovenskega trga lastniških dolgoročnih vrednostnih papirjev v primerjavi z EU. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 42 str., 26 pril.
16. Latal Zdravko: Bosanske strategije boja proti revščini. Delo, Ljubljana.
[URL:http://www.delo.si/index.php?sv_path=43,50&id=11daaace0fea3bb14c49e55e869e046b04&source=Delo], 11.01.2002.
17. Latal Zdravko: Pričakujejo krepko gospodarsko rast. Delo, Ljubljana.
[URL:http://www.delo.si/index.php?sv_path=43,50&id=a3d74eca169816dbe9619eaaee65951b04&source=Delo], 17.12.2004.
18. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 191 str.

19. Nagy J. Pancras: Country Risk: How to asses, quantify and monitor it. London : Euromoney Publications, 1979. 111 str.
20. Odlazek Vojko: Novi trgi in njihove pasti. Družinski delničar, Ljubljana.
[URL:http://www.delo.si/index.php?sv_path=43,50&id=9c56a3dd905cf93f53124db6a57a22a04&source=Dru%C5%BEinski+delni%C4%8Dar], 03.12.2004.
21. Prijatelj Nataša: Privatizacija podjetij v Bosni in Hercegovini. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 52 str.
22. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. 2 izdaja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 205 str.
23. Raškovič Goran: Privatizacija v Federaciji BiH na primeru velike privatizacije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002, 48 str.
24. Redhead Keith, Hughes Steward: Financial Risk Management. Brookfield : Gower Publishing Company, 1988. 257 str.
25. Ribnikar Ivan: Deželno in suvereno tveganje. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 10, str. 44-46.
26. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I.: Denar, finančne institucije in denarna politika. 1 izdaja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
27. Ribnikar Ivan: Denarne uprava, denarni odbor, svet ali urad. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 3, str. 47-49.
28. Ross A. Stephen, Westerfield W. Randolph, Jordan D. Bradford: Corporate Finance. 2 izdaja. Homewood : Richard D. Irwin, 1993. 912 str.
29. Smithson W. Charles, Smith W. Clifford, Wilford D. Sykes: Managing Financial Risk. Homewood : Richard D. Irwin, 1995. 538 str.
30. Summers J. Bruce: The Payment Sistem – Design, Management and Supervision. Washington D.C. : International Monetary Fund, 1994. 214 str.
31. Veselinovič Draško: Emerging capital markets development, with some focus on Slovenia. Ljubljana : Ljubljana Stock Exchange, 2005. 23 str.
32. Zajc Peter: Denarna uprava. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 79 str.
33. Železnik Branko, Žigon Iztok: Sarajevska borza prva postojanka slovenskih vlagateljev. Moje Finance, Ljubljana, 5(2005), 1, str. 31.
34. Železnik Branko, Žigon Iztok: Banjaluka bo naelektrena. Moje Finance, Ljubljana, 5(2005a), 1, str. 32.
35. Železnik Branko: Podjetja poslujejo dobro, delnice upadajo. Moje Finance, Ljubljana, 5(2005b), 2, str. 54-55.
36. Železnik Branko: Telekom še ni zrel za privatizacijo. Moje Finance, Ljubljana, 5(2005c), 2, str. 56.
37. Žlogar Darja: Podatki o državah: Bosna in Hercegovina. Ljubljana : Ministrstvo za gospodarstvo, Agencija RS za gospodarsko promocijo Slovenije in tuje investicije.
[URL:http://www.izvoznookno.si/podatki_o_drzavah.php?akcija=&menu=podatki&podnaslov=&&drzava_ID=2002060513443733&vie=], 20.4.2005.

Viri

1. Agencija za privatizaciju Federacije Bosne i Hercegovine.
[URL: <http://www.apf.com.ba>], 10.05.2005.
2. Banjaluška borza – BLSE.
[URL: <http://www.blberza.com>], 01.05.2005.
3. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 14(2005), 4, 126 str.
4. Centralna banka Bosne i Hercegovine – CB BiH.
URL: <http://www.cbbh.gov.ba>], 20.4.2005.
5. CIA – Central Intelligence Agency. 2005. The world factbook 2005 – Bosnia and Hercegovina.
[URL:<http://www.odci.gov/cia/publications/factbook/geos/bk.html>], 17.05.2005.
6. Direkcija za privatizaciju Republike Srbske.
[URL: <http://www.rsprivatizacija.com>], 20.4.2005.
7. Družba Donos, premoženjsko svetovanje, d.o.o.
[URL: <http://www.donos.net>], 01.01.2005.
8. Euromoney Publication PLC.
[URL: <http://www.euromoney.com>], 20.05.2005.
9. FIPA – Foreign Investment Promotion Agency of Bosnia and Hercegovina.
[URL: <http://www.fipa.gov.ba>], 25.05.2005.
10. GZS – Gospodarska Zbornica Slovenije.
[URL: <http://www.gzs.si/Nivo3.asp?IDpm=6235>], 10.12.2004.
11. Interno gradivo Skupina Poteza, d.d.
12. Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srbske – KHOV RS.
[URL: <http://www.khov-rs.org>], 01.05.2005.
13. Komisija za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine.
[URL: <http://www.komvp.gov.ba>], 01.05.2005.
14. Ljubljanska borza – LJSE.
[URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=456&sid=>], 20.05.2005.
15. Raiffeisen Brokers.
[URL: <http://www.rbr.ba/english/default.asp>], 20.05.2005.
16. Sarajevska borza – SASE.
[URL: <http://www.sase.ba>], 10.05.2005.
17. SEM-ON.NET – Stock Exchange Monitor.
[URL: <http://www.sem-on.net>], 10.05.2005.
18. Varaždinska borza – VSE.
[URL: <http://www.vse.hr>], 20.05.2005.
19. World Bank – Country Classification.
[URL:<http://www.worldbank.org/data/countryclass/countryclass.html>], 01.06.2005.
20. Zagrebška borza – ZSE.
[URL: <http://www.zse.hr>], 20.05.2005.