

Tržište kapitala u Bosni i Hercegovini
- okvirni prilog za panel diskusiju na
13. Znanstveno-stručnoj konferenciji „Hrvatsko novčano tržište“ -

Pozvan da dostavim prilog za panel diskusiju za predstojeću konferenciju u Opatiji, tako što ću definisati dva „osnovna i ključna pitanja“ vezana za funkcionisanje tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini, našao sam se pred ozbiljnim problemom – kako odabrati samo dva.

Tržište kapitala u BiH, kao što je, uostalom, bio slučaj i u svim drugim tranzicijskim zemljama jugoistočne Evrope, nalazi se do grla u post-privatizacijskom blatu, pri tome bez ikakve spoznaje o tome kako se pliva i ideje kuda plivati. U takvoj situaciji, osnovnih i ključnih pitanja je daleko više nego dva. Počevši od (neželjene!?) tranzicije društveno-ekonomskog sistema, rađanja mlade demokratije (i neophodnosti da ju se ljulja), nespremnosti i nemotiviranosti vlasti da postavlja smjernice razvoja i brine o njima (izuzev ako je u vlastitom interesu), preko sofisticiranog sistema planske „prvobitne akumulacije kapitala“ kroz bezočnu otimačinu društvene imovine (proces poznat kao „privatizacija“), instalacije i „prilagodbe“ sistema korporativnog upravljanja, do na kraju berzi i poimanja profesionalnog posredovanja na tržištu kapitala. I naravno, desetina pitanja unutar ovog niza.

Ipak, ako treba birati samo dva ključna pitanja u funkcionisanju tržišta kapitala – onda biram po kriteriju uzroka, a ne posljedica. Nelikvidnost i nedostatak tržišnog materijala, neefikasnost tržišta, maglovite i neusklađene odredbe propisa, fragmentiranost tržišta su karakteristike koje imaju prirodu posljedica.

Dva pitanja iz domena uzroka, možda ne najvažnija, ali svakako interesantna, koja biram za ovu potrebu su – poimanje i primjena korporativnog upravljanja i funkcionisanje berzi i profesionalnog posredovanja.

Korporativno upravljanje u BiH

Principi korporativnog upravljanja (tamo gdje postoji) mogu se sistematizirati u sedam generičkih kategorija:

- Uspostavljanje i mogućnost crpljenja prava na dionicu i iz dionice
- Odvojenost imovine korporacije i njenih dioničara
- Jednak pristup u ostvarivanju prava
- Nezavisnost rada organa upravljanja
- Kontrola konflikta interesa
- Javnost rezultata (finansijskog) poslovanja

¹ Tekst je autorsko djelo, osim podataka iznesenih u brojevanoj formi. Iznesena mišljenja ne moraju nužno predstavljati stav Komisije za vrijednosne papire FBiH.

- Programi dioničarstva među zaposlenim (ESOP)

Nakon što su se građani Bosne i Hercegovine, nakon masovne privatizacije, jednog jutra „probudili“ kao dioničari, korporativno upravljanje je u naše kompanije instalirano sa „blago modificiranim“ principima:

- Mali dioničari na adresi društva
- Ulazak u posjed
- Punomoć i “sabiranje” istih
- Kontrolni paket, dakle 51%
- “Ja sam te postavio, ja ću te i smijeniti”
- Velika skupština – mala sala
- Preča i “prečnija” kupovina
- Fondovi i država dioničari
- Profit je poslovna tajna, zar ne?
- “Ako prodaš dionicu, ne moraš na posao”

Propisi na kojim se korporativno upravljanje zasniva su relativno dobri, doneseni korištenjem evropskog legislativnog naslijeđa i anglosaksonskih (uglavnom) principa korporativnog upravljanja. Međutim, praktična primjena propisa, prelomljena kroz prizmu poimanja ideje korporativnog upravljanja u lokalnoj sredini, donijela je vrlo specifične, modificirane forme standarda korporativnog upravljanja. U narednoj tabeli je dat uporedni pregled legislativnih normi i njihove praktične primjene u (vjerovatno) većini kompanija u BiH:

Uspostavljanje prava na i iz dionice	
Propis <ul style="list-style-type: none"> • Dionica sadrži prava na učešće u: <ul style="list-style-type: none"> ○ upravljanju dioničkim društvom ○ raspodjeli dobiti ○ diobi imovine preostale nakon stečaja ili likvidacije dioničkog društva • Dionice glase na ime • Vrijednosni papir je elektronski zapis koji sadrži podatke o vlasniku 	Praksa <ul style="list-style-type: none"> • Broj vlasničkih vrijednosnih papira sa neusklađenim podacima u Registru vrijednosnih papira (u FBiH) je približno 100.000 ili oko trećine ukupno registrovanih dioničara • Dionica bez podataka faktički ne postoji
Odvajanje vlasništva	
Propis <ul style="list-style-type: none"> • Uplate udjela postaju imovina društva, dioničar ne može tražiti povrat uplate • Društvo odgovara za svoje obaveze 	Praksa <ul style="list-style-type: none"> • “Radnici spriječili većinskog vlasnika da uđe u posjed privatiziranog društva”

<p>cjelokupnom svojom imovinom</p> <ul style="list-style-type: none"> • Vlasnik udjela ili dioničar ne odgovaraju za obaveza društva izuzev kada ... upravljaju imovinom društva kao svojom imovinom 	<ul style="list-style-type: none"> • “Agencija za privatizaciju će u utorak uvesti većinskog vlasnika u posjed privatiziranog društva” 												
<p>Zastupanje</p>													
<p>Propis</p> <ul style="list-style-type: none"> • Pravo učešća u radu i odlučivanju skupštine dioničkog društva dioničar može ostvariti lično ili putem punomoćnika, koji je dužan postupati u skladu sa uputama dioničara, a ako upute nije dobio, u skladu sa razumnom prosudbom najboljeg interesa dioničara - vlastodavca. • Upute koje su date u punomoći za određeno održavanje skupštine na kojoj se ne ostvari kvorum važe i kod ponovno sazvane skupštine (drugačije ne): <ul style="list-style-type: none"> ○ ukoliko nema izmjena u dnevnom redu, i ○ punomoć nije opozvana na način predviđen zakonom • Punomoćnik je dužan obavijestiti vlastodavca o ishodu glasanja 	<p>Praksa</p> <ul style="list-style-type: none"> • “Imam punomoć od radnika...” • “Sabrao sam punomoći od 30% dioničara...” • “Dao sam punomoć direktoru...” • “Ja imam punomoći za tu firmu još od privatizacije...” • “Hoćeš kupit’?” 												
<p>Efektivna kontrola</p>													
<p>Propis</p> <table border="1" data-bbox="236 1473 730 1771"> <thead> <tr> <th></th> <th>I Skupština</th> <th>Ponovljena</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Kvorum</td> <td>30%</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>Odluke min. (50%)</td> <td>15% + 1</td> <td>5% + 1</td> </tr> <tr> <td>Odluke min. (67%)</td> <td>20% + 1</td> <td>6,67% (+1)</td> </tr> </tbody> </table>		I Skupština	Ponovljena	Kvorum	30%	10%	Odluke min. (50%)	15% + 1	5% + 1	Odluke min. (67%)	20% + 1	6,67% (+1)	<p>Praksa</p> <ul style="list-style-type: none"> • U malim društvima - “Hoću kontrolu, hoću 51%” • U fondovima – “Imam kontrolu – imam dva puta po 5%” • “Hoćeš kupit’?”
	I Skupština	Ponovljena											
Kvorum	30%	10%											
Odluke min. (50%)	15% + 1	5% + 1											
Odluke min. (67%)	20% + 1	6,67% (+1)											
<p>Jednakost u ostvarivanju prava</p>													
<p>Propis</p> <ul style="list-style-type: none"> • Pravo odlučivanja u skupštini ima 	<p>Praksa</p>												

<p>dioničar koji se na listi dioničara kod Registra nalazio 30 dana prije datuma održavanja skupštine ili posljednjeg radnog dana koji prethodi tom roku ako on pada u neradni dan</p> <ul style="list-style-type: none"> Objava o zasjedanju skupštine se mora objaviti u najmanje jednim dnevnim novinama koje izlaze u Federaciji BiH, 30 dana prije dana skupštine Za društva sa velikim brojem dioničara i dodatna objava i dostava podataka 	<ul style="list-style-type: none"> Objava u novinama – “Skupština društva XXX (koje ima 20 hiljada dioničara) će se održati u prostorijama ZZZ – mala sala (koja ima 20 stolica)”
<p>I zadržavanje te jednakosti</p>	
<p>Propis</p> <ul style="list-style-type: none"> Prilikom nove emisije dionica postojeći dioničari imaju pravo kupiti nove dionice, u roku od 30 dana po isteku roka za upis novih dionica, u obimu kojim zadržavaju učešće u osnovnom kapitalu koje su imali prije nove emisije. 	<p>Praksa (koja se odlično poklapa sa propisom)</p> <ul style="list-style-type: none"> Pravo preče kupnje dionica pojedinačne emisije može se isključiti ili ograničiti odlukom skupštine dioničkog društva, koja se donosi natpolovičnom većinom glasova ukupnog broja dionica s pravom glasa.
<p>Nezavisnost organa upravljanja</p>	
<p>Propis</p> <ul style="list-style-type: none"> Nadzorni odbor imenuje i razrješava skupština – glasanjem Ukupan broj glasova koji nosi svaki glasački listić raspoređuje se ravnomjerno na sve kandidate čija imena su zaokružena na istom listiću Kandidata koji je dobio najveći broj glasova skupština proglašava za predsjednika, a kandidate sa sljedećim najvećim brojem dobijenih glasova proglašava za članove nadzornog odbora Predsjednik i članovi nadzornog odbora dužni su u vršenju svojih 	<p>Praksa</p> <ul style="list-style-type: none"> “Ja sam te postavio, ja ću te i smijeniti” “On/a je predstavnik fondova u nadzornom odboru” “On/a je predstavnik države u nadzornom odboru” “Država će imenovati predsjednika nadzornog odbora”

<p>obaveza postupati savjesno odnosno sa potrebnom pažnjom, u skladu sa zakonom i drugim propisima, kao i lojalno prema društvu, a u interesu društva i njegovih dioničara.</p>	
<p>Konflikt interesa (najznačajniji)</p>	
<p>Propis</p> <ul style="list-style-type: none"> • Članovi nadzornog odbora i uprave i zaposlenih kod emitenta, lica koja kontrolišu emitenta i druga lica koja po položaju ili ugovoru imaju pristup povlaštenim informacijama ne mogu povlaštene informacije javno iznositi ako za to nisu izričito ovlaštena u okviru obavljanja svojih poslova, davati povlaštene informacije trećim licima i koristiti ih prilikom kupovine i prodaje i davanja savjeta o kupovini i prodaji vrijednosnih papira na koje se te informacije odnose 	<p>Praksa</p> <ul style="list-style-type: none"> • Šarolika <ul style="list-style-type: none"> ○ Od potpune ignorancije i neshvatanja ○ Preko indirektne zloupotrebe ○ Do striktnog poštivanja
<p>Javnost (rezultata) poslovanja</p>	
<p>Propis</p> <ul style="list-style-type: none"> • Emitent vrijednosnih papira dužan je objavljivati podatke o vrijednosnim papirima i svom finansijskom poslovanju u: <ul style="list-style-type: none"> ○ polugodišnjem i godišnjem izvještaju o svom poslovanju ○ izvještaju o događajima koji bitno utiču na finansijsko poslovanje ○ prospektu svakog novog vrijednosnog papira ○ izvještaju o rezultatima svake nove javne ponude • Emitent je dužan godišnji izvještaj sa nalazom revizije dostaviti Komisiji i objaviti najmanje u 	<p>Praksa</p> <p>Na upit novinara o rezultatu poslovanja društva na polugodištu</p> <ul style="list-style-type: none"> • “Finansijski izvještaji u ovom društvu su, u skladu sa internim aktima društva, poslovna tajna.” <p>kaže predsjednik nadzornog odbora vrlo ozbiljnog dioničkog društva (i sam vrlo ozbiljan čovjek)</p>

jednom domaćem dnevnom listu i dostaviti ga dioničarima na njihov zahtjev	
ESOP	
Propis <ul style="list-style-type: none"> • Dioničko društvo mogu osnovati jedan ili više osnivača • Dionice su neograničeno prenosive • Dioničar ima pravo prodati ili po drugom osnovu svoje dionice prenijeti drugom licu • Dioničko društvo može emitovati dionice za zaposlene, koje nose ista prava kao i obične dionice 	Praksa <ul style="list-style-type: none"> • “Ako prodaš dionicu (bilo kome osim meni), ne moraš sutra na posao” • Radničko dioničarstvo panično vezano za održanje radnog mjesta ... osim u slučaju menadžmenta ...

Rezime:

- Institucionalni okvir korporativnog upravljanja dosta dobro postavljen
- Ozbiljno nerazumijevanje sistema korporativnog upravljanja proizašlo iz nedostatka “korporativne kulture”
 - Tradicijsko-kulturološka potreba postojanja “gazde” i “gazdovanja”
 - Potpuno odsustvo sklonosti ka javnosti u poslovanju
- Sporost i neefikasnost sistema sudske zaštite interesa stakeholdera u sistemu korporativnog upravljanja
- (Gotovo) potpuno odsustvo samozaštite vlasnika dionica (posebno onih sa malim udjelom u kapitalu)
- Ali, ipak postoje i pozitivne prakse u (barem) nekoliko dioničkih društava (objave informacija, izvještaja, kontrola konflikta interesa, dizajniran sistem korporativnog upravljanja i sl.)

Berze i profesionalno posredovanje u BiH

Kada je riječ o profesionalnom posredovanju na tržištu kapitala i funkcionisanju berze u Bosni i Hercegovini (zanemarujući činjenicu da u BiH uopšte funkcionišu dvije berze, što je problem samo za sebe), trebalo bi krenuti od ispunjavanja tri osnovne funkcije sistema profesionalnog posredovanja – koncentracije ponude i tražnje za finansijskim instrumentima, određivanja tržišne cijene (pricing) i diseminacije informacija.

Berze u Bosni i Hercegovini su nastale „po sili zakona“, kao produžetak privatizacijske infrastrukture, a ne kao rezultat potrebe za finansijskim posredovanjem. I tome su i služile dobrih 7-8 godina. Opisano poimanje korporativnog upravljanja zapravo je se nastavilo i na profesionalno posredovanje.

Koncentracija ponude i tražnje na berzama u BiH nikada nije bila u cijelosti postignuta, čak niti u vrijeme najintenzivnijeg trgovanja, u proljeće 2007.godine. I tada, kao i prije i poslije toga, koncentracija ponude tržišnog materijala u velikoj mjeri je bila ometana „posrednicima“ na sivom tržištu, koji su u manjoj ili većoj mjeri radili kao saradnici brokerskih kuća. U nedostatku koncentracije ponude i tražnje, pricing mehanizam također nije mogao biti uspostavljen. Za cijene vrijednosnih papira postignute na berzi nikada se nije moglo tvrditi da su tržišne, niti se u njih kao takve moglo pouzdati, čak ni onda kada one u stvari jesu bile tržišne. Naime, dovoljno je bilo vidjeti nagle promjene cijena čak i likvidnih vrijednosnih papira, da ozbiljan investitor naprosto izgubi povjerenje da sistem pricinga funkcionise, pa da se ikada može osloniti na tržišnu cijenu u svojim analizama i investicijskim odlukama. Na kraju, diseminacija informacija funkcionise relativno dobro, u tehničkom smislu. Informacije se objavljuju, ali problem je što te objave nisu rezultat vlastite volje učesnika na tržištu i spoznaje o značaju objave informacije u smislu generisanja i ubrzavanje prometa na tržištu, nego naprotiv, objava informacije je uglavnom forsirana, bilo od strane berzi, bilo od strane regulatornih agencija.

Profesionalni posrednici imaju suviše blizak horizont. Naviknuti na komociju čekanja gotovog posla iz post-privatizacijskih prepakivanja i koncentracije, za svo vrijeme dok rade nisu izgradili odnos prema djelatnosti koji ih može podići na viši nivo poslovanja, bliže pravim profesionalnim investitorima na finansijskim tržištima (kojih zbog toga i nema). Netransparentnost, rad u prvenstvenom svom interesu (i prije, a ponekad i protiv, interesa klijenata), tolerantan (ili još češće i gore – ignorantan odnos prema tržišnim manipulacijama) su se od „dječijih bolesti“ (koje je većina tranzicijskih tržišta imala) pretvorili u hronično stanje.

I na kraju, da stvar bude još gora, berze (a posebno Sarajevska, jer na Banjalučkoj je situacija odavno definitivna) su postale predmet korporativnih nadvladavanja „struja i lobija“ među profesionalnim posrednicima. Različite grupacije profesionalnih posrednika nastoje ovladati nadzornim odborom i upravom berze, kao da je to ključna stvar za njihov, a kamoli interes tržišta u cjelini. Pri tome najviše liče na jahača koji želi uzjahati gotovo mrtvog konja, samo da bi se hvalio kako mu je konj dobar. Izlaz se ne vidi. Berze očito više ne mogu po starom, a novi put niti naziru, niti ga traže...

Na kraju, ako bi trebalo definisati i treće pitanje, „osnovno i ključno“ za funkcionisanje tržišta kapitala u BiH, onda bi to bila sklonost (ili navika) da, obučeni u poslovna odijela i sa zavezanim kravatama (kupljenim u boljim danima) nijećemo prva dva problema i pravimo se da je sve u redu, da nas je zahvatila globalna finansijska kriza i da su nadomak pred nama rajski vrtovi. Slika jeste utješna, ali je lažna. A navika kolektivnog laganja i prihvatanja laži na ovim prostorima je već poslovična...

Federacija BiH			Republika Srpska	
Primarno tržište	Broj postupaka	Vrijednost	Primarno tržište	Broj postupaka
Zatvorene emisije	12	29.800.017	Zatvorene emisije	35
Javne emisije	4	3.324.567	Javne emisije	10
Smanjenje kapitala	29	485.114.538	Smanjenje kapitala	n/a
Sekundarno tržište	Broj vrijednosnih papira	Vrijednost prometa	Sekundarno tržište	Broj vrijednosnih papira
Promet na kotaciji	9.337.222	23.412.888	Promet na oficijelnom listingu	47.027.604
Promet izvan kotacije	8.870.687	77.443.475	Promet izvan listinga	34.403.491
Promet obveznicama	882.258	99.899	Promet obveznicama	n/a
Vanberzanski promet prijavljen berzi	1.285.209	8.918.858	Vanberzanski promet prijavljen berzi	12.186.267
Indeksi	Vrijednost 31.12.2009.	Promjena u 2009.godini	Indeksi	
BIFX	1.839,08	-13,95%	FIRS	1.864,62
SASX-10	1.053,10	-14,64%	ERS10	739,12
SASX-30	1.097,17	9,72%	BIRS	991,84
Profesionalni posrednici	Broj	Kapital	Profesionalni posrednici	
Brokerske kuće	17	5.291.871	Brokerski odjeli banaka	13
Banke skrbnici	8	n/r	Banke skrbnici	6
Investicijski fondovi	Broj	Neto vrijednost imovine	Investicijski fondovi	Broj
Zatvoreni	11	294.597.959	Zatvoreni	14
Otvoreni	5	4.552.979	Otvoreni	3
Tržište korporativne kontrole	Broj postupaka	Vrijednost	Tržište korporativne kontrole	Broj postupaka
Preuzimanja d.d.	10	1.658.885	Preuzimanja d.d.	24

Bosna i Hercegovina		
Primarno tržište	Broj postupaka	Vrijednost
Zatvorene emisije	47	266.957.943
Javne emisije	14	32.991.513
Smanjenje kapitala	(samo FBiH)	(samo FBiH)
Sekundarno tržište	Broj vrijednosnih papira	Vrijednost prometa
Promet na kotaciji	56.364.826	39.765.867
Promet izvan kotacije	43.274.178	86.049.735
Promet obveznicama	(samo FBiH)	15.567.080
Vanberzanski promet prijavljen berzi	13.471.476	18.769.179
Indeksi	Vrijednost 31.12.2009.	Promjena u 2009.godini
BIFX (SASE)	1.839,08	-13,95%
SASX-10 (SASE)	1.053,10	-14,64%
SASX-30 (SASE)	1.097,17	9,72%
FIRS (BLSE)	1.864,62	17,90%
ERS10 (BLSE)	739,12	-5,03%
BIRS (BLSE)	991,84	-3,51%
Profesionalni posrednici	Broj	Kapital
Brokerske kuće	30	181.965.592
Banke skrbnici	14	n/r
Investicijski fondovi	Broj	Neto vrijednost imovine
Zatvoreni	25	1.101.972.876
Otvoreni	8	5.699.282
Tržište korporativne kontrole	Broj postupaka	Vrijednost
Preuzimanja d.d.	34	26.491.128
Struktura bankarskih kredita	Vrijednost	
Potraživanja od institucija BiH	715.809	
Potraživanja od vlada entiteta	52.458.547	
Potraživanja od vlada kantona	2.045.168	
Potraživanja od vlada općina	96.583.036	
Potraživanja od fondova socijalne zaštite	27.149.599	
Potraživanja od nebankarskih finansijskih institucija	41.977.063	
Potraživanja od nefinansijskih javnih preduzeća	331.061.493	
Potraživanja od nefinansijskih privatnih preduzeća i udruženja	3.406.584.417	
Potraživanja od neprofitnih organizacija	15.645.532	
Potraživanja od stanovništva	3.223.286.277	
Ostala potraživanja	11.350.680	
Potraživanja Ukupno	7.209.164.396	
Aktivne kamatne stope	Procenat	
Kratkoročni - privatna preduzeća	8,10%	
Kratkoročni - stanovništvo	9,79%	
Dugoročni - privatna preduzeća	7,78%	
Dugoročni - stanovništvo	8,26%	
Makroekonomski podaci	Vrijednost	
GDP (2008)	12.629.932.049	
Učešće kredita privatnim preduzećima u GDP-u	26,97%	
Učešće redovnog prometa na berzama u GDP-u	1,12%	

Vrijednost
237.157.925
29.666.946
n/a
Vrijednost prometa
16.352.979
8.606.259
15.467.181
9.850.320
17,90%
-5,03%
-3,51%
176.673.721
n/r
Upisani kapital
807.374.917
1.146.303
Vrijednost
24.832.243