

S A S E

The Sarajevo Stock Exchange
Sarajevska berza - burza



VODIČ KROZ **SASE 3**

Sadržaj

1. Uvod	5
2. Istorija tržišta kapitala u FBiH, funkcija tržišta kapitala i berze u ekonomiji.....	6
3. Glavni učesnici na tržištu kapitala i regulatorni okvir tržišta	11
4. Trgovina na Berzi	18
5. Obračun i poravnanje	29
6. Izvještavanje na tržištu kapitala	31
7. Kako do informacija o trgovini i emitentima	37
8. Najčešće zablude o Berzi i tržištu kapitala	40
9. Usluge koje SASE nudi	47
10. Nekoliko generalnih savjeta kod ulaganja	48
11. Spisak učesnika na tržištu.....	49

1. Uvod

Nakon duže pauze, pred Vama se nalazi treće izdanje Vodiča kroz SASE, informativne publikacije Sarajevske berze – burze.

Vodič je namjenjen svima onima koji žele da se detaljnije informišu o Berzi i tržištu kapitala u Federaciji Bosne i Hercegovine.

Uzimajući u obzir široku ciljnu grupu Vodiča, od početka se postavljalo pitanje o stručnom nivou publikacije – da li je maksimalno pojednostaviti tako da je prihvatljiva i razumljiva svima, bez obzira na eventualna predznanja ili obrazovanje, ili je držati na određenom naprednjem nivou tako da bude korisna na primjer studentima, poslovnim profesionalcima i akademskoj zajednici.

Odlučili smo se za kompromis. U tekstu Vodiča, na određenim mjestima, naći će posebno formatiran tekst, koji sadrži najznačajnije stavke iz predmetnog poglavlja, objašnjeno na što jednostavnijem jeziku. Ovi tekstovi su namjenjeni čitaocima koji se prvi put susreću sa tržištem kapitala, ili koji hoće izvršiti uvid u najosnovniji pregled neke teme. Ostatak poglavlja je namjenjen čitaocima koji imaju već određena predznanja koja žele produbiti.

Iskreno se nadamo da će vam ovaj Vodič biti koristan, te da će vam pomoći u sticanju novih znanja o tržištu kapitala.

Vaš SASE team

2. Istorija tržišta kapitala u FBiH, funkcija tržišta kapitala i berze u ekonomiji

Tržište kapitala u FBiH je uspostavljeno 1998. godine donošenjem najvažnijih zakona koji regulišu ovu oblast. Sarajevska berza je osnovana 2001. godine kao prvo (i jedino) organizovano tržište u Federaciji Bosne i Hercegovine.

Svakoj državi je potrebno tržište kapitala, jer se na njemu susreću osobe, firme ili država koji imaju višak novca sa firmama (ili opet državom) kojima je taj novac potreban za daljni rast i razvoj. Tržište kapitala je korisno kako za građane, tako i za firme i državu. Građanima ono nudi dodatnu mogućnost da oploduju svoju uštědevinu, omogućujući im veću zaradu od pukog držanja novca u bankama ili „ispod dušeka“. Firmama tržište kapitala omogućuje veći izbor (i često niže troškove) kada se nađu u situaciji da im treba novac za nabavku mašina, izgradnju novih proizvodnih pogona i slično. I država ima interes od tržišta kapitala – budući da tržište kapitala dovodi do većih i razvijenih kompanija, ona dobija veću zaprštenost i više poreza. Pored toga, i država se pojavljuje na tržištu kapitala da bi prikupila sredstva – kratkoročno za isplatu svojih obaveza iz budžeta, ili dugoročno za izgradnju infrastrukturnih projekata poput autoputa, željezničkih pruga, elektrana, škola, bolnica i slično.

Kratak pregled istorije tržišta kapitala u FBiH

Kao formalni početak uspostave tržišta kapitala u Federaciji Bosne i Hercegovine se može uzeti 1998. godina, kada je donesen Zakon o vrijednosnim papirima, koji je, zajedno sa Zakonom o Komisiji za vrijednosne papiere FBiH i Zakonom o Registru vrijednosnih papira u FBiH postavio zakonski okvir za uspostavu glavnih institucija tržišta kapitala.

Svoj prvi dodir sa tržištem kapitala većina građana je imala krajem 90ih godina prošlog vijeka, kada su uspostavljeni prvi Privatizacijski investicioni fondovi („PIF“-ovi), koji su obimnim reklamnim kampanjama pozivali građane da svoja privatizacijska potraživanja (popularno nazvana „certifikati“) ulože u njih. Nakon što je završeno ovo prikupljanje certifikata, građani su od Registra vrijednosnih papira dobijali obavještenja o stanju na svojim novotvorenim računima vrijednosnih papira – za uložene certifikate su dobili dionice PIF-ova (ili drugih privrednih društava ukoliko su u njih direktno ulagali).

Budući da nije bilo uspostavljenog uređenog tržišta, građani su ove dionice mogli prodavati samo preko novina ili na ulici, dakle na neorganizovanom i neuređenom tržištu.

U septembru 2001. godine osnovana je Sarajevska berza – burza vrijednosnih papira. Berzu je osnovalo osam brokerskih kuća, kao privatno dioničko društvo. Prva trgovina na Berzi je obavljena 12.04.2002. godine, sa simboličnim prometom od 3.099 KM. Na Berzi se u početku trgovalo samo jednom sedmično. Broj dana trgovine se postepeno povećavao, tako da je do 2004. godine svaki dan organizovana trgovina na Berzi. Uporedo sa rastom tržišta, povećavao se i broj brokerskih kuća, tako da je na vrhuncu na Berzi poslovalo 21 brokersko društvo. Nakon 2007. godine, nakon više godina neprekidnog rasta prometa, uslijed izbijanja svjetske finansijske i ekonomске krize ali i uslijed domaćih faktora, dolazi do naglog pada prometa i generalno, investicijske aktivnosti. Oporavak je započeo 2010. godine, od kada prometi na Berzi lagano rastu u kontinuitetu.

Zbog čega našoj ekonomiji treba tržište kapitala?

Osnovna namjena finansijskog tržišta je povezivanje ekonomskih aktera koji imaju višak finansijskih sredstava sa onim akterima koji imaju potrebu za tim sredstvima. Ekomska teorija kaže da se na ovaj način dolazi do optimalne alokacije ograničenih sredstava i rasta ekonomije.

Običnim jezikom rečeno, na finansijskom tržištu se povezuju građani ili kompanije koje svoj višak novca žele negdje investirati i za to dobijati neki povrat, sa kompanijama (ili državom) kojima je novac potreban za daljni rast i razvoj poslovanja.

Zavisno od činjenice da li ovaj proces uključuje nekog posrednika, govori se o direktnim i indirektnim finansijama. Kod indirektnih finansija, građani sa viškom sredstava ta sredstva deponeuju/ulažu u finansijske posrednike (na primjer banke), koji ta sredstva plasiraju kompanijama (primjera radi putem kredita) ili ih investiraju direktno putem tržišta kapitala.

Kod direktnih finansija, građani direktno putem tržišta kapitala ulažu u kompanije, bilo u vlasničke (dionice) ili dužničke (obveznice) vrijednosne papire.

Prednost kod indirektnih finansija jeste da se građanin ne mora brinuti o odabiru kompanije ili drugog objekta ulaganja – on to prepušta finansijskom posredniku, koji tu svoju uslugu naravno naplaćuje. Kod direktnih finansija, građanin sam odabire gdje će investirati sredstva (u koju kompaniju), ali zato može u slučaju da je pravilno odabrao, očekivati veći povrat na uložena sredstva.

Šta građani imaju od tržišta kapitala?

Svako ko ima višak novčanih sredstava koja mu nisu potrebna za svakodnevni život, ili koji želi štediti za ispunjenje neke materijalne želje, postavlja sebi pitanje gdje i kako ta sredstva uložiti? Osnovni preduslov je sigurnost, ali se želi i ostvariti neki povrat na sredstva.

Kod nas, većina ljudi u ovakvoj situaciji novac drži u bankama. Banke važe za sigurne institucije, ulozi do odredene granice su osigurani, i (u bližoj prošlosti) nije bilo većih propasti banaka.



Ovakav pristup je razumljiv i racionalan. Međutim, u zadnje vrijeme smo svjedoci sve nižih kamatnih stopa na štednju (kod nas i u svijetu), sve više banaka uvodi mjesecne naknade za štedne račune, tako da građani traže alternativu. Oni sa većim iznosom sredstava mogu ulagati u nekretnine, što je uglavnom profitabilno, ali također i podložno oscilacijama cijena na tržištu nekretnina.

Alternativa koja se kod nas još uvijek rijetko koristi je tržište kapitala, odnosno ulaganje u vrijednosne papire. Na koji način građanin ulaganjem u vrijednosne papire može ostvarivati prinos?

Pozabavimo se prvo dionicama. Dionica je vlasnički vrijednosni papir – ona njenom vlasniku daje određena vlasnička i imovinska prava. Ako ste dioničar neke kompanije, vi ste njen suvlasnik. Naravno, ne na način da vi kao dioničar možete otići u firmu i reći „ovaj sto“ ili „ovaj kompjuter je moje vlasništvo“, ali imate pravo da učestvujete na skuštinama dioničara te kompanije i da, zajedno sa ostalim dioničarima, glasate o bitnim odlukama za poslovanje firme.

Prinos kod ulaganja u dionice može doći iz dva izvora: kapitalne dobiti i dividende.

Kapitalna dobit je jednostavno prinos koji se ostvari ako se jedna dionica proda po većoj cijeni od one po kojoj je kupljena (naravno, postoji i kapitalni gubitak, ako se dionica mora prodati po cijeni nižoj od one kupovne, na primjer ako vam hitno zatreba novac i morate pošto-poto prodati). Kada ljudi kod nas govore o „zaradi na berzi“, uglavnom misle na kapitalnu dobit.

Međutim, niko ne može sa sigurnošću predvidjeti kako će se cijena neke dionice kretati u budućnosti, zbog čega je kapitalna dobit nesigurna (svako ko vam garantuje da će neka dionica brzo skočiti ili je prethodno kupio te dionice i pokušava da stvori potražnju kako bi je on bolje prodao, ili pokušava da na drugi način manipuliše tržišnom cijenom, što je kažnjivo prema Zakonu o tržištu vrijednosnih papira).

Ono što se kod nas često zaboravlja je prinos od dividende. Dividenda je dio dobiti jednog privrednog društva koja se isplaćuje njenim dioničarima. Da bi dividenda mogla biti isplaćena, društvo mora naravno poslovati pozitivno (ostvariti profit), i skupština dioničara tog društva mora donijeti odluku da se dobit (cijela dobit ili samo jedan njen dio) isplati dioničarima.

Dividendni prinos (eng. „dividend yield“) je, vrlo pojednostavljeno rečeno, indikator kolika je zarada od dividende u odnosu na cijenu neke dionice. Izračunava se vrlo lako: iznos dividende u KM se podijeli sa cijenom dionice; postotak koji se dobije kao rezultat predstavlja dividendni prinos. Ako investitor primjera radi kupi dionicu po cijeni od 10 KM, a ona daje dividendu od 1 KM po dionici, dividendni prinos je 10%.

Dividendni prinosi nisu konstantni niti jednaki za sve kompanije; oni se mijenjaju iz godine u godinu, i nije moguće tačno prognozirati njen iznos. Međutim, dobar pokazatelj mogu biti dividende isplaćene prethodnih godina i redovno praćenje objavljenih finansijskih izvještaja. (Dividendni prinosi kompanija na domaćem tržištu kapitala koje isplaćuju dividendu mogu se uvijek pronaći na našoj web-stranici www.sase.ba.)

Ukupan prinos od ulaganja u dionice čini zbir ova dva „načina“ zarade – kapitalne dobiti i dividendnog prinsosa.

Kako se ostvaruje prinos kod obveznica? Jedan od načina je i ovde kapitalna dobit, odnosno razlika između kupovne i prodajne cijene. Drugi faktor je kupon, ili kamata koju obveznica donosi. Kod većine obveznica, prilikom donošenja odluke o emisiji (ili u toku same emisije, ako se emisija obavlja aukcijom putem Berze) se definije i godišnja kamatna stopa koja pripada vlasnicima obveznica. Isplata kamata je vrlo često polugodišnja. Kao zbirni pokazatelj prinsosa kod obveznica se obično koristi prinos do dospijeća (yield to maturity - YTM), koji uključuje eventualnu kapitalnu dobit i kamate koje obveznica donosi. Vrlo grubo rečeno, YTM neke obveznice je godišnja kamatna stopa te obveznice, ali samo ako se ista drži do roka dospijeća i ako se sve kamate ponovo ulože u datu seriju obveznica.

Ovo do sada je bilo uglavnom teorija. Kako to u praksi izgleda? Šta konkretno građani mogu imati od domaćeg tržišta kapitala? Da bi odgovorili na ovo pitanje, napravili smo kratku usporedbu prinosa na uložena sredstva koje je građanin u 2016. godini mogao ostvariti različitim vidovima ulaganja.

Primjer se odnosi na ulaganje od 10.000,00 KM, na period od 12 mjeseci.

Vrsta ulaganja	Stopa prinosa* (%)	Apsolutni povrat na uloženo (KM)
Oročenje u banci na 12 mjeseci	0,10% - 1,10%	10,00 – 110,00 KM
Ulaganja u dionice – Kompanija 1**	7,17%	717,00 KM
Ulaganje u dionice - Kompanija 2**	7,75%	775,00 KM
Ulaganje u obveznice***	2,5%	250,00 KM

* Kod podataka o kamatnim stopama kod banaka korišteno su javno raspoloživi podaci sa web-stranica osam banaka koje posluju na teritoriji FBiH. U trenutku izrade Vodiča, sve posmatrane banke osim jedne su imali kamatne stope do maksimalno 0,70%. Kod dionica kompanija korišten je isključivo dividendni prinos, izračunat kao proizvod isplaćene dividende i cijene predmetne dionica na dan donošenja odluke o isplati dividende.

** Iako nisu navedeni nazivi kompanija, u oba slučaja se radi o realno ostvarenim dividendnim prinosima u 2016. godini na tržištu SASE. Cilj je da se pokaže mogućnost ostvarivanja viših prinosa i trenutnim uslovima niskih kamatnih stopa, a ne preporuka investiranja u vrijednosne papire određene kompanije.

*** Navedena je samo nominalna kamatna stopa na godišnjem nivou, bez uključenja prinosa na osnovu kapitalne dobiti.

Šta kompanije i država imaju od tržišta kapitala?

Za kompanije, tržište kapitala predstavlja alternativni ili dodatni način prikupljanja sredstava za rast i razvoj. Kod finansiranja svog razvoja, kompanije generalno imaju tri mogućnosti:

- Finansiranje iz bankarskih zajmova: U našim uslovima, ova metoda se koristi najčešće, dijelom zbog relativne jednostavnosti, dijelom zbog nedovoljne upućenosti rukovodećih struktura kompanija u tržište kapitala, ili pak iz želje da informacije o stanju kompanije ostanu unutar iste (budući da izlazak na tržište kapitala iziskuje značajan stepen transparentnosti). Finansiranje dugom ima svoje granice – što je kompanija zaduženja, banke joj teže odobravaju dodatne kredite, budući da kompanije sa velikim leverage-om („polugom“) za njih predstavljaju veći rizik. Isto tako, za bankarske institucije je važno da je kredit pokriven adekvatnim kolateralom, što posebno za male, inovativne i potencijalno brzo rastuće kompanije predstavlja nepremostiv problem.

- **Finansiranje iz vlastite dobiti:** Obično je dobit jednog ili više perioda nedovoljna da bi se investiralo u nove mašine ili drugu tehničku opremu, prodor na nova tržišta ili otvaranje novih proizvodnih objekata. Čak i ako su ova sredstva dovoljna, kompanija uvijek mora da misli na svoje vlasnike, koji žele da ostvare povrat na svoja uložena sredstva, što izizskuje redovnu isplatu dividendi.
- **Finansiranje emisijom vrijednosnih papira:** Kod ovog načina finansiranja, kompanija emituje (izdaje) vrijednosne papire koji njenim vlasnicima daju određena prava, u zamjenu za novac. Emisijom obveznica (i drugih tzv. dužničkih vrijednosnih papira) kompanija pozajmljuje novac *direktno* od investitora, uz obavezu da pozajmljena sredstva nakon određenog vremena (na datum dospijeća) vrati investitoru, a da u međuvremenu periodično vlasnicima isplaćuje kamate („kupon“) u određenom postotku. Prednost kod obveznica u odnosu na komercijalni kredit jeste u fleksibilnosti njihovog „dizajna“ – kompanija određuje rok otplate, kamatnu stopu, te da li će obveznice biti osigurane nekim prihodom / imovinom ili ne. Naravno, pri tome mora voditi računa da ponuđeni vrijednosni papir bude atraktivan za potencijalne investitore. Kod emisije obveznica, vlasnička struktura kompanije se *ne mijenja*.

Druga mogućnost za kompaniju je da emituje dionice (ili druge vrste vlasničkih vrijednosnih papira), kojima se proširuje vlasnička baza kompanije. Dionice nemaju „rok dospijeća“; vlasnik dionice ima određena upravljačka i finansijska prava (učestvovanje u donošenju strateških odluka u okviru skupština dioničara i pravo na dividendu ukoliko je kompanija poslovala pozitivno i skupština dioničara doneše odluku o isplati dividende).

Kompanija generalno ima izbor između angažovanja vlastitog kapitala (equity), do kojeg dolazi emisijom novih dionica ili povećanjem kapitala iz vlastitih izvora, i duga (angažovanja „tuđeg“ kapitala - debt), bilo uzimanjem bankarskih kredita, bilo emisijom obveznica (i drugih dužničkih vrijednosnih papira). Ne postoji generalno pravilo o strukturi kapitala, odnosno o odnosu vlasničkog kapitala i duga. Sa jedne strane, vlasnici kompanija preferiraju da imaju angažovano što manje vlastitog kapitala a što više duga (t.j. visoku polugu), dok zajmodavci (banke ili kupci obveznica) preferiraju veći udio vlasničkog kapitala u kompaniji (budući da za njih to smanjuje rizik).

Ne postoji generalno „bolji“ način finansiranja razvoja kompanije; optimalni način finansiranja je različit od kompanije do kompanije, tržišnih kretanja, kretanja kamatnih stopa, finansijskog stanja kompanije i brojnih drugih faktora.

Ono što je važno za kompaniju jeste da ona ima IZBOR, da nije „osuđena“ samo na jednu varijantu prikupljanja finansijskih sredstava. Razvijeno tržište kapitala kompanijama pruža ovaj izbor.

Značaj razvijenog tržišta kapitala za državu se ogleda u direktnim i indirektnim faktorima. U pogledu indirektnih faktora, tržište kapitala potpomaže rast i razvoj privrednih društava, te time smanjuje nezaposlenost i povećava porezne i druge prihode za državu. Generalno pravilo je da su dinamično i razvijeno tržište kapitala i snažna i dinamična ekonomija jedne države u međuvisnosti.

Direktni efekti razvijenog tržišta kapitala za državu se ogledaju u mogućnosti da ona na domaćem tržištu kapitala također podmiruje svoje potrebe za kratkoročnim ili dugoročnim kapitalom. Emisijom kratkoročnih trezorskih zapisa država može da usaglasi privremenu neravnotežu između prihoda i ras-hoda u toku fiskalne godine. Primjera radi, poticaji za poljoprivredu imaju najveći efekat ako se isplate početkom godine, prije sezone sjetve. Budući da su prihodi države od poreza tradicionalno početkom godine na najnižem nivou, država može emisijom kratkoročnih vrijednosnih papira prikupiti sredstva za isplatu poticaja onda kada su oni najpotrebnija, a da se pozajmljena sredstva vrate kasnije u toku godine kada se povećaju poreski prihodi.

Druga mogućnost države je da emituje dugoročne obveznice, kojim bi se finansirali neki infrastrukturni projekti ili uvezivanje radnog staža ili zbrinjavanje određenih kategorija stanovništva.

Praktična prednost zaduživanja putem tržišta kapitala za Federaciju BiH postala je evidentna od 2011. godine, kada se po prvi put pojavila kao emitent trezorskih zapisa. Atraktivnost entitetskih vrijednosnih papira kod investitora povezana sa znatno nižim troškovima ovog vida zaduženja dovela je do uspostave redovne prakse organizacije aukcija za FBiH na Sarajevskoj berzi.

3. Glavni učesnici na tržištu kapitala i regulatorni okvir tržišta

Na tržištu kapitala djeluju brojni učesnici koji imaju svoje posebne uloge.

Komisija za vrijednosne papire je vrhovni regulator tržišta – ona izdaje dozvole ostalim učesnicima, donosi Pravilnike i druge akte kojima se detaljnije definisu zakoni, te vrši nadzor nad cijelokupnim dešavanjima na tržištu.

Registar vrijednosnih papira je institucija koja se može uporediti sa gruntom – kod nje je zapisano koliko ko ima vrijednosnih papira; oni takoreći vode vaš račun vrijednosnih papira.

Berza je mjesto gdje se vrši trgovina vrijednosnim papirima, i koja na taj način utvrđuje i objavljuje zvanične cijene dionica i obveznica. Svaki dan nakon trgovine, Berza šalje Registru spisak obavljenih transakcija, na osnovu čega Registrar vrši aktualiziranje računa građana. Brokerske kuće su posrednici između građana i Berze / Registrara. Svako ko želi da trguje na Berzi mora koristiti usluge nekog od brokera, kojem izdaje nalog za kupovinu ili prodaju.

Banke depozitari obavljaju novčane transakcije za brokere – građani preko računa u ovim bankama primaju npr. isplatu nakon što prodaju svoje dionice. Svaki broker mora imati svoju banku depozitara.

Investicijski fondovi su organizacije koje prikupljaju sredstva od građana i onda ih profesionalno ulažu u kompanije ili državne vrijednosne papire, sa ciljem da profitiraju od tih ulaganja i profit isplate građanima koji su u njih investirali. Kvalitet Investicijskog fonda se stoga između ostalog i ogleda u tome koliko on godišnje investitoru doneše povratak na njegova uložena sredstva.

Emitenti vrijednosnih papira mogu biti privredna društva ili država (i entitet, kanton, opština). Oni izdaju vrijednosne papire za koje dobijaju od investitora novac. Da bi privukli investitore, oni moraju investitoru pružati sigurnost i određeni povrat na uloženi novac.

Investitoru su, zajedno sa emitentima, osnova svakog tržišta kapitala. To su građani ili kompanije (ili finansijski posrednici) koji svoju uštedevinu/viškove sredstava/prikupljena sredstva žele ulagati u vrijednosne papire nekog emitenta, u nadi da će se njihov novac tim ulaganjem uvećati.

Glavni učesnici i njihove funkcije:

Komisija za vrijednosne papire FBiH

Komisija za vrijednosne papire je vrhovni regulator tržišta kapitala. Komisije je samostalna specijalizirana institucija Federacije Bosne i Hercegovine, koje ima svojstvo pravnog lica i koja za svoj rad odgovara Parlamentu Federacije BiH. Misija Komisije je:

- podržati uspostavljanje i razvoj tržišta kapitala
- regulisati, održavati i promovisati pošteno, sigurno i transparentno tržište kapitala
- štititi i promovisati zaštitu investitora
- graditi povjerenje u efikasno i fer tržište kapitala Federacije Bosne i Hercegovine

Komisija za vrijednosne papire ima široke regulatorne ovlasti, koje između ostalog uključuju:

- Regulisanje uvjeta, način izdavanja i prometa vrijednosnih papira
- Odobravanje izdavanja dionica i drugih vrijednosnih papira privrednih društava, banaka, društava za upravljanje fondovima, investicionih fondova, kao i drugih pravnih osoba koje se bave izdavanjem vrijednosnih papira
- Regulisanje uvjeta i načina izdavanja obveznica kantona i opština

- Propisivanja pravila i nadzor prometa vrijednosnih papira, koji je zasnovan na razmjeni vrijednosnih papira i sistemu kotiranja, putem elektronskih sredstava
- Zaštitu interesa investitora
- Propisivanje i nadzor primjene standarda izvještavanja investitora i javnosti o poslovanju učesnika u prometu vrijednosnih papira
- Propisivanje i nadzor primjene standarda upravljanja dioničkih društva
- Propisivanje uvjeta, davanje odobrenja za rad i vršenje nadzora nad profesionalnim posrednicima i drugim učesnicima u prometu vrijednosnim papirima.

Detaljniji opis ovlasti i nadležnosti Komisije definisan je Zakonom o Komisiji vrijednosnih papira, jednim od zakona kojima je definisan pravni okvir tržišta kapitala u FBiH.

Registar vrijednosnih papira u FBiH

Registrar vrijednosnih papira u FBiH (RVP) je dioničko društvo osnovano za obavljanje poslova registracije, čuvanja i održavanja podataka o vrijednosnim papirima i za poslove prenosa vrijednosnih papira. Pored toga, RVP obavlja i poslove u funkciji preboja i poravnjanja (eng. clearing and settlement) i s tim povezane poslove.

RVP je u većinskom državnom vlasništvu, a upravljačka prava u ime Vlade FBiH vrši Komisija za vrijednosne papire FBiH.

Registrar, između ostalog, obavlja slijedeće poslove za emitente vrijednosnih papira i za vlasnike vrijednosnih papira:

- registraciju, čuvanje, vođenje i održavanje podataka o vrijednosnim papirima
- izradu lista dioničara i lista vlasnika vrijednosnih papira
- usluge u slučaju statusnih promjena i u slučaju promjene vrijednosnih papira zbog konverzije, denominacije vrijednosnih papira, spajanja i podjele dionica emitenta
- vođenje stanja vrijednosnih papira na računima vlasnika vrijednosnih papira
- izdavanje certifikata – izvoda i potvrda o stanju na računu vrijednosnih papira
- usluge u vezi vođenja prava trećih osoba na vrijednosnim papirima na posebnim računima, založnog prava, prava ograničenja raspolaganja, plodouživanja i druga prava
- usluge u vezi preuzimanja dioničkih društava i provođenja tender ponuda.

Misija: Registrar vrijednosnih papira u FBiH d.d. Sarajevo nastoji svojim korisnicima usluga omogućiti brzo, efikasno i jednostavno ostvarivanje prava sadržanih u vrijednosnim papirima, te u poslovima sa vrijednosnim papirima iz domena svoje djelatnosti, a uz osiguranje nepristranosti, objektivnosti, profesionalnosti i transparentnosti u obavljanju svojih poslovnih aktivnosti.

Sarajevska berza-burza vrijednosnih papira

Zakon o tržištu vrijednosnih papira definiše Berzu kao društvo koje se osniva s ciljem stvaranja uvjeta i organiziranja povezivanja ponude i potražnje vrijednosnih papira radi kupovine i prodaje vrijednosnih papira i postizanja najbolje cijene.

Dalje, Zakon definiše berzansko tržište kao mjesto ili informacijski sistem za povezivanje ponude i potražnje vrijednosnih papira u cilju trgovanja vrijednosnim papirima prema unaprijed utvrđenim pravilima.

Član 136. Zakona o tržištu vrijednosnih papira navodi djelatnosti Berze:

- Osigurava uvjete i organizira povezivanje ponude i potražnje u cilju trgovanja vrijednosnim papirima

- Daje informacije o ponudi, potražnji, tržišnoj cijeni, kao i ostale informacije o vrijednosnim papirima
- Utvrđuje i objavljuje kursne liste vrijednosnih papira
- Obavlja druge poslove u skladu sa zakonom i opštim aktima Komisije.

Sarajevska berza – burza je dioničko društvo u privatnom vlasništvu, osnovano u septembru 2001. godine od strane osam brokerskih kuća.

Profesionalni posrednici („brokerske kuće“)

Profesionalni posrednik je privredno društvo, organizovano kao dioničko društvo ili kao društvo sa organičnom odgovornošću koje ima dozvolu Komisije za vrijednosne papire za obavljanje svih ili samo nekih od slijedećih poslova:

- brokerski poslovi
- dilerski poslovi
- poslovi podrške tržištu – market making
- poslovi upravljanja portfeljom
- poslovi agenta emisije
- poslove pokrovitelja emisije
- poslovi investicijskog savjetovanja

Pored profesionalnih posrednika kao samostalnih privrednih društava, navedene poslove mogu obavljati i banke, ukoliko imaju odgovarajuću dozvolu Komisije za vrijednosne papire.

Profesionalni posrednici omogućuju svojim klijentima da putem njih izdaju naloge i da trguju na Sarajevskoj berzi. Da bi imali to pravo, profesionalni posrednici moraju biti prikljenjeni u članstvo Berze i u članstvo kod Registra vrijednosnih papira.

Banke depozitari

Banke depozitari se na tržištu pojавljuju u dvije funkcije: u okviru poslova u emisiji vrijednosnih papira, kao i u okviru novčanih transakcija na osnovu prometa vrijednosnih papira na Berzi.

Svaki profesionalni posrednik koji trguje na Berzi mora imati svoju depozitarnu banku, preko koje prima uplate svojih klijenata (za kupovinu vrijednosnih papira), vrši prenos sredstava (sa računa kupca na račun prodavca vrijednosnih papira) i vrši isplate svojim klijentima (prodavcima vrijednosnih papira).

U tu svrhu, profesionalni posrednik je dužan kod svoje banke depozitara otvoriti poseban namjenski račun, preko kojeg idu sve novčane transakcije vezano za trgovinu vrijednosnim papirima. Sredstva na ovom računu se vode posebno od sredstava na računu samog profesionalnog posrednika – u slučaju propasti profesionalnog posrednika, sredstva klijenata su izuzeta iz likvidacione mase.

Investicijski fondovi

Investicijski fond je pravno lice, registrovano u formi dioničkog društva, koje se osniva sa ciljem prikupljanja i profesionalnog upravljanja sredstvima klijenata-investitora koji u njega ulažu. Osnovna ideja kod investicionih fondova jeste da investitori, koji ne mogu ili ne žele individualno ulagati u odredene kompanije, svoj novac povjere fondu koji ih profesionalno ulaže, vodeći pri tome računa o pravilnoj diversifikaciji sredstava.

Uspješnost fonda se ogleda u njegovom godišnjem performansu, odnosno u krajnjoj instanci u povratu na uloženi kapital koji ostvaruje za svoje investitore.

Na tržištu kapitala FBiH registrirano je i posluje 11 Zatvorenih investicijskih fondova, koji su proizašli iz bivših Privitizacijskih investicionih fondova (PIF-ova)

Pored Zatvorenih investicijskih fondova, na tržištu kapitala FBiH posluje i osam Otvorenih investicijskih fondova. Za razliku od ZIF-ova, OIF su zasebna imovina bez svojstva pravnog lica. Njima također upravljaju Društva za upravljanje fondovima, i oni također prikupljaju sredstva individualnih ulagača koji žele da se njihovim sredstvima upravlja na profesionalan način.

Za investitora postoji više bitnih razlika. Investitor u ZIF ima dionice tog ZIF-a; njihova vrijednost se određuje na tržištu sučeljavanjem ponude i potražnje za tim dionicama, te stoga tržišna vrijednost obično ne odgovara vrijednosti cjelokupnog portfelja tog fonda. Ako investitor u ZIF želi povući svoj novac, on mora prodati svoje dionice, odnosno mora postojati kontra-strana koja je spremna da kupi te dionice.

Kod OIF-a, cjelokupna imovina je podjeljena na jednakе dijelove – udjele. Investitor koji je kupio udjele OIF-a ima pravo da, pored prava na proporcionalni udio u dobiti fonda, u svako doba zahtjeva isplatu svog udjela u fondu, a fond je dužan da taj udjel otkupi. Cijena udjela je vezana za neto-vrijednost imovine fonda, koja se izračunava na dnevnoj osnovi.

Emitenti vrijednosnih papira

Emitenti vrijednosnih papira su ili privredna društva (dionička društva i društva sa ograničenom odgovornošću) ili država i niži nivoi vlasti (entiteti, kantoni, gradovi i opštine). Emitenti mogu, zavisno od svog statusa / pravnog oblika organizovanja, emitovati dužničke (obveznice) i vlasničke vrijednosne papire (dionice).

Bez obzira o kojoj vrsti emitenta se radi, oni izdaju vrijednosne papire sa ciljem prikupljanja finansijskih sredstava za finansiranje svojih kratkoročnih ili dugoročnih finansijskih potreba.

Investitori

Investitori su vrlo heterogena skupina. Sastoje se od svih fizičkih ili pravnih lica koja novac ulaže u vrijednosne papire. Možemo ih podijeliti / razvrstati na više načina – privatni (retail) vs. institucionalni investitori, portfolio vs. strateški investitori, špekulantni vs. value-investitori itd.

Neki od ovih investitora žele preuzeti korporativnu kontrolu nad određenim emitentom (strateški investitori), neki žele solidan (nekontrolirajući) udio u profitabilnom emitentu (portfolio investitori), dok treći žele samo svoj novac uložiti sa određenim povratom na uložena sredstva (mali ili retail investitori).

Za sve investitore je karakteristično da svoje investicijske odluke temelje na dva faktora:

- očekivani povrat od investicije (koliko mogu očekivati novčanog povrata na svoju investiciju)
- rizičnost investicije (kolika je vjerovatnoća da će izgubiti dio ili čak cijelu uloženu svotu)



Regulatorni okvir tržišta kapitala

Ponašanje svih učesnika na tržištu kapitala određeno je brojnim zakonima i pravilnicima. Za tržište kapitala najvažniji je Zakon o tržištu vrijednosnih papira. On određuje između ostalog vrste vrijednosnih papira, način obavljanja poslova sa njima, funkciju Berze, Registra vrijednosnih papira, brokera i slično. Zakoni definišu generalne principe, dok pravilnici, koje donosi Komisija za vrijednosne papire, idu u detalje. Za tržište kapitala, najznačajniji su Pravilnik o posredovanju u poslovima sa vrijednosnim papirima i Pravilnik o ovlaštenim učesnicima.

Berza mora da poštije Zakone i pravilnike, ali dodatno ima i svoja Pravila, koja detaljnije opisuju način funkcionisanja Berze, i koja moraju imati saglasnost Komisije za vrijednosne papire.

Zakon o tržištu vrijednosnih papira

Zakon o tržištu vrijednosnih papira je krovni zakon za tržište kapitala, tzv. lex specialis za tržište vrijednosnih papira. Oblasti koje on uređuje su slijedeće:

- Vrijednosni papiri: vrste vrijednosnih papira, prava koja iz njih proizilaze
- Emisija vrijednosnih papira: vrste emisija, formalni koraci u sprovećenju emisija
- Poslovi sa vrijednosnim papirima: ko su ovlašteni učesnici, koji su to poslovi sa vrijednosnim papirima
- Berza i drugo uredeno javno tržište: uslovi za osnivanje i funkcioniranje berze ili drugog uredenog javnog tržišta

- Registrar vrijednosnih papira: obaveze RVP-a, način ispunjavanja tih obaveza
- Strukovna udruženja ovlaštenih učesnika
- Zabrane u vezi sa poslovima sa vrijednosnim papirima: insajderska trgovina, manipulacija tržišta
- Objavljivanje i izvještavanje: kakve su obaveze učesnika na tržištu u pogledu objave informacija

Zakon o privrednim društvima

Iako nije direktno vezan za tržište vrijednosnih papira, Zakon o privrednim društvima u svom Poglavlju IV tretira dionička društva, koja emituju dionice kao osnovni predmet trgovine na tržištu kapitala.

Zakon o investicionim fondovima

Značaj investicijskih fondova na tržištu kapitala ogleda se u činjenici da je ova kategorija učesnika regulisana posebnim zakonskim aktom. U Zakonu o investicionim fondovima se, nakon uvodne definicije vrsta fondova i propisivanja generalnih obaveza fondova, pristupa regulisanju društava za upravljanje fondovima (DUF-ovim), bankama depozitarima, različitim vrstama investicionih fondova (sa javnom ili zatvorenom ponudom itd.)

Zakon o preuzimanju dioničkih društava

Ovaj zakon tretira obaveze investitora koji prelaze određene pragove vlasništva u emitentu, propisuje kada se i na koji način, po kojoj cijeni i u kojem roku mora sprovesti ponuda za preuzimanje, definiše mogućnost sproveđenja konkurentskih ponuda za preuzimanje i slično.

Zakon o Komisiji za vrijednosne papire

Zakon koji definiše djelokrug ovlasti Komisije za vrijednosne papire, njen sastav, odlučivanje i druge stvari bitne za regulatora na tržištu kapitala.

Pored zakona, slijedeći Pravilnici, izdati od strane Komisije za vrijednosne papire, detaljnije regulišu različite aspekte na tržištu kapitala:

⇒ Pravilnik o posredovanju poslovima sa vrijednosnim papirima

Sa aspekta trgovine, ovaj Pravilnik spada među najznačajnije podzakonske akte tržišta kapitala. U njemu se detaljnije razrađuju oblasti Zakona o tržištu vrijednosnih papira u pogledu opštih uslova za obavljanje poslova sa vrijednosnim papirima, definiše postupanje kod obavljanja brokerskih i dilerskih poslova, poslova podrške tržištu, investicionom savjetovanju, upravljanja portfeljom i sl. Detaljnije se obraduje i pozajmljivanje vrijednosnih papira, trgovanje vrijednosnim papirima na uređenom tržištu kao i vanberzanska trgovina, te OTC tržište.

⇒ Pravilnik o ovlaštenim učesnicima

Ovaj Pravilnik definiše uslove za dobijanje različitih vrsta dozvola za ovlaštene učesnike, propisuje minimalne akte i procese koje svaki od učesnika mora uspostaviti, posebno insistirajući na uspostavi interne kontrole kod ovlaštenog učesnika.

⇒ **Pravilnik o objavljivanju informacija i izvještavanju na tržištu v. p.**

Zakon o tržištu vrijednosnih papira je propisao generalne obaveze izvještavanja za emitente vrijednosnih papira, ovlaštene učesnike, samoregulirajuće organizacije i investitore. Pravilnik o objavljivanju informacija ove obaveze precizira, prije svega rokove, način i format objave, te obaveze Berze i RVP-a u cijelokupnom procesu.

⇒ **Pravilnik o emisiji vrijednosnih papira**

Pravilnik o emisiji detaljnije razrađuje radnje kod izdavanja vrijednosnih papira, uključujući i emisiju putem Berze.

⇒ **Pravilnik o upravljanju dioničkim društvima**

Pravilnik o upravljanju dioničkim društvima precizira i nadopunjuje odredbe Zakona o pri-vrednim društvima koji se tiču oblasti korporativnog upravljanja kompanijama.

⇒ **Pravila Berze**

Pored navedenih pravilnika Komisije, Sarajevska berza ima svoja Pravila, koja između ostalog regulišu tržišne segmente Berze, prijem na Kotaciju i Slobodno tržište, prijem članova Berze, dužnosti i prava članova Berze, detaljan opis modaliteta trgovine na Berzi i sl.

Važno je napomenuti da su Pravila akt koji je obavezujući isključivo za članove Berze, te za emitente čiji su vrijednosni papiri uvršteni na Kotaciju.

Pravila Berze, kao i sve izmjene i dopune ovog akta, podložna su odobravanju od strane Ko-misije za vrijednosne papire, i objavljaju se u Službenim novinama FBiH.



4. Trgovina na Berzi

Za razliku od onoga što vidimo u američkim filmovima, gdje uvijek vidimo gomilu brokera kako mašu i viču, trgovina na Sarajevskoj berzi (i na većini ostalih berzi u svijetu) se obavlja potpuno drugačije – brokeri primaju naloge u svojim kancelarijama i putem kompjutera i interneta ih proslijeduju u glavni sistem trgovine na Berzi. Tamo se sureću nalozi svih brokera (odnosno njihovih klijenata) i prema unaprijed utvrđenim pravilima, sklapaju transakcije.

Kada želite da kupite ili prodajte vrijednosne papire, prvo trebate otići u neku od registrovanih brokerskih kuća (spisak dostupan na našoj web-stranici), gdje vam daju sve detaljnije informacije. Ako želite kupiti neke dionice ili obveznice, bit će potrebno da uplatite avans za kupovinu, a ako prodajete, trebate imati Izvod iz Registra vrijednosnih papira o stanju na vašem računu vrijednosnih papira.

Kada izdajete nalog kod brokera, imate više različitih mogućnosti u pogledu cjenovnih i vremenskih ograničenja, kao i neke mogućnosti za davanje posebnih uslova. Najčešće će početnici izdavati tzv. limitirane naloge – vi određujete graničnu vrijednost – limit – po kojoj ste spremni kupiti ili prodati.

Općenito o trgovini

Trgovina na SASE se obavlja elektronskim putem. Znači, nema brokera okupljenih u velikim prostorijama koji se deru i mašu rukama (elektronski način trgovine je na većini tržišta u svijetu zamjenio ovaj antikvarni „floor trading“).

Izraz „elektronski“ podrazumijeva da se nalozi klijenata brokerskih kuća telekomunikacijskim linijama unoсе u Berzanski sistem trgovine (BTS), koji ih, na osnovu javnih i unaprijed utvrđenih pravila, povezuju u transakcije.

Kao i na drugim svjetskim tržištima, investitor ne može direktno pristupiti BTS-u i tržištu, nego uvijek mora koristiti usluge profesionalnog posrednika („brokera“). Ovo univerzalno pravilo se primjenjuje zbog sigurnosti izvršenja transakcija – svaki profesionalni posrednik mora da ispunjava tačno precizirane preduslove (pravne, tehničke, ljudske) kako bi dobio i održao dozvolu od regulatora i članstvo na Berzi i kod Registra vrijednosnih papira. Iako neki profesionalni posrednici nude i usluge elektronskog izdavanja naloga, u konačnici je broker taj koji unosi (potvrđuje) i stoji iza naloga koji se unosi u BTS.

Prijem i izvršavanje naloga

Pretpostavimo da ste odlučili da po prvi put trgujete na Berzi. Prvi korak je odabir profesionalnog posrednika koji će vas zastupati na tržištu, koji će u svoje ime a za vaš račun unijeti nalog u sistem trgovine. Na web-stranici Berze je aktuelni spisak članova Berze, odnosno profesionalnih posrednika koji su, osim što imaju dozvolu za obavljanje te djelatnosti izdate od Komisije za vrijednosne papire, i članovi Sarajevske berze, odnosno imaju pravo trgovati na SASE.

Kod prve posjete profesionalnom posredniku potpisuje se opšti ugovor o posredovanju, kojim se definišu generalna pitanja oko zastupanja. Kao i kod svakog ugovora, pažljivo ga pročitajte i tražite objašnjenja za stavke koje vam nisu u potpunosti jasne.

Nakon što ste uspostavili ugovorni odnos sa profesionalnim posrednikom, možete izdati nalog za kupovinu ili prodaju vrijednosnih papira. Na Sarajevskoj berzi generalno možete birati između slijedećih modaliteta kod izdavanja naloga:

Vrsta: nalog za kupovinu ili prodaju vrijednosnih papira

Cjenovno ograničenje: limitirani nalog, limitirani nalog sa diskrecijom, tržišni nalog, stop-nalog

Kod limitiranog naloga, vi postavljate maksimalnu cijenu za kupovinu, odnosno minimalnu cijenu za prodaju. Broker ovaj nalog unosi na tržište po tačno toj cijeni. Naravno, zavisno od situacije na tržištu (ostalih naloga kod tog vrijednosnog papira) možete kupiti i po nižoj cijeni, odnosno prodati po višoj od limita, ali ni u kom slučaju ne možete platiti više ili dobiti manje od onoga što ste naveli u nalogu.

Kod limitiranog naloga sa diskrecijom, vi definisate maksimalnu cijenu za kupovinu, odnosno minimalnu cijenu za prodaju, sa mogućnošću da vaš broker nalog unese po cijeni nižoj do 20% (kod kupovine), odnosno 20% višoj (kod prodaje) od cijene limita. Ovo je način da broker pokuša da prvo unese nalog po cijenama koje su za vas povoljnije, a ako vidi da po tim cijenama ne može izvršiti vaš nalog, polako povećava/snižava cijenu do konačnog, od vas definisanog limita. Ni kod ove vrste naloga vi ne možete doći u situaciju da platite više, odnosno da dobijete manje od postavljenog limita.



Tržišni nalog: tržišni nalog znači da vi želite kupiti/prodati po svaku cijenu, odnosno po cijeni koja preovladava trenutno na tržištu. Potrebno je обратити posebnu pažnju kod ovog naloga – zavisno od situacije na tržištu, možete platiti znatno više ili dobiti znatno manje od zadnje zvanične cijene. Posebno je rizično davati ovu vrstu naloga kod vrijednosnih papira kojima se rijetko trguje, ili gdje nema velikog broja naloga za kupovinu/prodaju.

Stop-nalog: Stop nalog, koji je trenutno u fazi implementacije, je posebna vrsta naloga koja klijentu omogućava da izda nalog koji će biti neaktivan (i nevidljiv ostalim učesnicima na tržištu) sve do momenta kada preovlađujuća tržišna cijena ne dostigne određenu, od investitora definisana cijenu (tzv. trigger price). U tom slučaju, nalog se automatski (bez potrebe za vašom intervencijom) aktivira i pojavljuje na tržištu.

Vremensko ograničenje: dnevni nalog, otvoreni nalog, nalog do određenog datuma

Ako izdate dnevni nalog, isti važi samo za predmetni dan (ako ste nalog izdali u toku otvorenog tržišta), odnosno samo za slijedeći radni dan (ako ste nalog izdali u periodu kada je tržište zatvoreno). Kod otvorenog naloga, nalog ostaje validan za period do maksimalno 180 dana; ukoliko se do tog roka ne poveže sa drugim nalogom, automatski se odstranjuje iz sistema. Slična je situacija i kod naloga do određenog datuma, s tim da validnost ovog naloga također prestaje nakon maksimalno 180 dana.

Nalog sa skrivenom količnom: Ukoliko je vrijednost vašeg naloga veća od 10.000 KM, vi možete izdati i nalog gdje je samo jedan dio količine vidljiv ostatku tržišta. Kada se vidljivi dio „potroši“ zaključivanjem transakcija, automatski se nadopunjuje iz nevidljive količine, dok se i ona ne iskoristi. Nalog sa skrivenom količinom se obično koristi od strane investitora koji žele kupiti ili prodati veće količine vrijednosnih papira, a da pri tome „tržište ne krene protiv njih“. Šta to konkretno znači: pretpostavimo da investitor želi kupiti 100.000 dionica određene kompanije. Ako se nalog unese na tržište sa potpuno vidljivom količinom, prodavci mogu posumnjati da investitor ima neke informacije koje oni nemaju čim želi da kupi ovoliko dionica. Njihova reakcija je ili povlačenje svojih naloga (dok i oni ne vide šta je mogući razlog za ovoliko interesovanje) ili povećanje cijene kod svojih prodajnih naloga. U oba slučaja, kupac je *odao svoje preferenze*, i tržište je krenulo protiv njega. Nalog sa skrivenom količinom se koriste na gotovo svim tržištima, vrlo često pod različitim nazivima (iceberg order, hidden order....).

Posebni uslovi izvršenja: Posebni uslovi izvršenja su sve-ili-ništa nalog, nalog sa minimalnom količinom prve transakcije i nalog sa minimalnom količinom svake transakcije.

Sve-ili-ništa nalog podrazumijeva da će cjelokupna količina iz nalog investitora biti kupljena ili prodata; ukoliko to zbog situacije na tržištu nije moguće, nalog se neće nikako izvršiti.

Kod naloga sa minimalnom količinom, poseban uslov se odnosi na kupovinu / prodaju određene količine kod prve zaključene transakcije ili kod svake zaključene transakcije. Kod prvog slučaja, investitoru je važno da se u prvom koraku kupi ili proda određena količina, nakon toga, može se izvršavati bez dodatnih uslova. U drugom slučaju, investitor želi da se svaki put kada se trguje, trguje minimalno količina koju je prethodno definisao. Ograničenje kod ove vrste naloga je da količina izvršenja ima minimalnu vrijednost od 1.000 KM.

Mogućnost izdavanja različitih vrsta naloga ograničena je algoritmom trgovine kojim se određenim vrijednosnim papirom trguje (kontinuirano ili aukcijski). Detalje o ovome možete dobit kod svog brokera.

Nakon što ste se odlučili koje ćete uslove postaviti u svom nalogu, redoslijed daljnih koraka zavisi od toga da li želite da kupite ili da prodajte vrijednosne papire.

Želite da kupite vrijednosne papire

U ovom slučaju, vi ste već donijeli odluku koje vrijednosne papire i koju količinu želite kupiti. Broker će vam provjeriti zadnju cijenu vrijednosnog papira koji želite kupiti, koja vam je najbolji orientir za postavljanje vaše kupovne cijene. Ukoliko želite da brzo kupite predmetne dionice ili obveznice, izdat ćete višu cijenu, ukoliko vam se ne žuri, možete izdati i nižu. Na osnovu cijene i količine, broker će vam izračunati iznos avansa koji morate uplatiti u banci na namjenski račun vaše brokerske kuće. Tek nakon uplate avansa, broker će vaš nalog za kupovinu unijeti u BTS.

Želite da prodajte vrijednosne papire

U ovom slučaju, potrebno je da ovlastite vašeg brokera da vrijednosne papire koje želite prodati prenese sa vašeg „registarskog računa“ (račun koji već imate u Registru vrijednosnih papira ako posjedujete neke vrijednosne papire) na tzv. klijentski račun kod profesionalnog posrednika. Prilikom prenosa, broker provjerava da li imate dovoljno vrijednosnih papira kako bi se vaš nalog mogao ispuniti (short-prodaja odnosno prodaja vrijednosnih papira koji u trenutku davanja naloga nisu u posjedu prodavca na našem tržištu nije dozvoljena). Ukoliko je sve u redu, broker vaš nalog unosi u BTS.

Jedna napomena oko terminologije: Unosom vašeg naloga u berzanski sistem trgovine, broker vaš nalog izvršava. Riječ „izvršava“ u ovom kontekstu ne znači da se nalog „ispunjava“, ili odmah povezuju u transakciju. To zavisi od stanja na tržištu.

Zaključivanje transakcija

Simbol je skraćena oznaka nekog vrijednosnog papira kojim se trguje na Berzi. Tako simbol BHTSR označava redovne dionice kompanije BH Telecom, a BSNLR redovne dionice Bosnalijeka. Svaki simbol na Berzi ima svoju centralnu evidenciju, tzv. knjigu naloga. Tu se upisuju svi kupovni nalozi na jednoj, a prodajni nalozi na drugoj strani. Svi ti nalozi su rangirani, prvo po cijeni, pa onda po vremenu izdavanja, tako da se tačno zna kojim će se redoslijedom nalozi izvršavati kada se za to steknu uslovi.

Na Berzi se za zaključivanje transakcija koriste dvije metode – kontinuirana trgovina i aukcijska trgovina. Većinom simbola sa kojima ćete se susretati se trguje po kontinuiranoj metodi trgovine, kod koje se transakcije sklapaju čim se kupovni i prodajni nalog poklope po cijeni. Svaka transakcija se pri tome može obaviti po drugoj cijeni, shodno trenutnim uslovima na tržištu.

Da cijene ne bi nekontrolisano isle gore-dole, na Berzi postoje automatski zaštitni mehanizmi – statički i dinamički limiti. Njihov zadatak je da onemoguće zaključivanje transakcije po cijeni koja previše odstupa od zadnje zvanične cijene ili da privremeno zaustave trgovinu ako bi se desilo značajnije pomjeranje cijene (prekidbene aukcije). Ovi limiti služe da „smire“ tržište i investitore, kako se u panici ne bi desilo nekontrolisano padanje ili porast cijene nekog simbola.

Već smo naveli da se na tržištu vrši povezivanje kupovnih i prodajnih naloga u transakcije, prema unaprijed definisanim pravilima. Da bi se shvatio način zaključivanja transakcija na berzi, potrebno je razumijeti sljedeće koncepte:

Knjiga naloga

Svaki simbol (=skraćena oznaka jedne serije vrijednosnog papira jednog emitenta, na primjer BHTSR za redovne dionice BH Telekoma, BSNLR za redovne dionice Bosnalijeka itd) ima svoju knjigu naloga, što pojednostavljeni nije ništa drugo nego vrsta Excel tabele, gdje se na lijevoj strani unose kupovni, a na desnoj strani prodajni nalozi za te dionice. Ako ste izdali nalog za dionice BH Telekoma, vaš nalog će se pojaviti u knjizi naloga BHTSR.

Nalozi se u knjizi naloga rangiraju po cjenovno-vremenskom prioritetu, kao što je to običaj na gotovo svim berzama. Cjenovni prioritet označava da je, što je viša cijena kod nekog kupovnog naloga, njegova pozicija u knjizi naloga viša (na strani kupovine). Nalog sa najvišom cijenom kod kupovnih nalog se nalazi na prvom mjestu. Kod prodajnih naloga, najvišu poziciju ima nalog sa najnižom cijenom. Trenutni najbolji kupovni nalog se označava kao „best bid“, a najbolji prodajni nalog kao „best ask“.

Ukoliko dva naloga imaju istu cijenu, prioritet u knjizi naloga dobija onaj nalog koji je ranije unesen („vremenski prioritet“).

Zbog čega je pozicija u knjizi naloga toliko bitna da se moraju uvoditi pravila za rangiranje? Odgovor je da pozicija u knjizi naloga označava i redoslijed izvršavanja naloga – nalozi koji su pri vrhu se prvi izvršavaju, dok oni pri dnu imaju najmanji prioritet kod izvršavanja.

Ako za primjer uzmem da se ukupno potražuje 1.000 dionica (po različitim cijenama), a nudi svega 800 dionica, prvo će biti izvršeni nalozi sa vrha knjige naloga, dok nalozi sa kraja neće moći biti nikako izvršeni (tog dana naravno).

Algoritam trgovine

Algoritam trgovine je centralni elemenat strukture jednog berzanskog tržišta. Ukoliko pojednostavimo ovu izuzetno kompleksnu oblast, generalno postoje dva načina trgovine – aukcijski način i kontinuirani način trgovine.

Aukcijski način trgovine: Kod ove vrste trgovine, svi nalozi se sakupljaju u knjizi naloga do jednog određenog momenta (momenta aukcije), kada se na osnovu utvrđenih parametara povežu svi nalozi koje je moguće povezati. Sve transakcije se obavlaju po jedinstvenoj (aukcijskoj) cijeni. Aukcijska cijena se formira na način da se broj trgovanih vrijednosnih papira maksimizira (znači, aukcijska cijena ne mora nužno biti najviša moguća cijena, niti najniža moguća cijena, niti prosjek svih unesenih cijena). (Detalji formiranja aukcijske cijene mogu se pronaći u Pravilima Sarajevske berze.)

Kod ovog algoritma, sva trgovina se obavlja u jednoj ili više dnevnih aukcija. U početku rada SASE, ovo je bio jedini način trgovine. Kako se tržiste razvijalo, sve više simbola je prebačeno na efikasniji, moderniji način trgovine – kontinuiranu trgovinu.

Kontinuirani način trgovine: Kao prvo treba istaći da i kontinuirana trgovina počinje sa (inicijalnom) aukcijom, gdje se cijena otvaranja formira u skladu sa pravilima koja važi kod aukcijskog načina trgovine. Međutim, za razliku od aukcijske trgovine, kod kontinuirane trgovine „prava trgovina“ tek tada počinje.

Nakon što se aukcijom otvoriti tržište, transakcije se zaključuju čim se dva naloga (kupovni i prodajni) poklope u pogledu cijene. Teoretski, svaka transakcija se ovdje može zaključiti po drugoj cijeni, za razliku od aukcijske trgovine, gdje se sva trgovina obavlja po jednoj jedinstvenoj cijeni.

Parametar	Aukcijska trgovina	Kontinuirana trgovina (MFTS)
Faza unosa naloga	09:00 – 11:0x i 11:0x – 13:0x	09:00-13:30
Otvoreno tržište (zaključivanje transakcija)	11:0x i 13:0x	10:0x – 13:30
Zatvoreno tržište	13:30	13:30
Cijene transakcija	Maks. 2 različite(jedna u 11:0x, druga u 13:0x)	Svaka transakcija moguća po različitoj cijeni
Cjenovna ograničenja	Tržišni / limitirani / limitirani sa diskrecijom	Tržišni / limitirani / limitirani sa diskrecijom
Vremenska ograničenja	Dnevni / Otvoreni / do određenog datuma	Dnevni / Otvoreni / do određenog datuma
Posebni uslovi izvršenja	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

Na Sarajevskoj berzi, većinom simbola se trguje po kontinuiranom algoritmu trgovine. Samo određenim, niskolikvidnim i netransparentnim emitentima se još trguje na aukcijski način.

Zaštitni mehanizmi

Kao i na većini tržišta u svijetu, i na SASE se primjenjuju zaštitni mehanizmi koji trebaju da spriječe nekontrolisane poraste ili padove cijena. Glavni instrumenti u tom pogledu su:

- a) Statički limiti: Statički limit su primjer tzv. tvrdih limita. Oni se definišu kao maksimalno dozvoljena procentualna promjena na referentnu cijenu – zadnji zvanični kurs određenog simbola. Raspon koji definišu statički limiti kreće se od +/- 10% za simbole koji su na Kotaciji Berze, pa do +100 / -90% za simbole kojima se trguje na zadnjem subsegmentu Slobodnog tržišta, ST3. Ako investitor izda brokeru nalog sa cijenom koja je izvan statičkih limita, sistem će takav nalog prihvati, ali će mu dodijeliti neaktivni status. Do kada će on ostati neaktivan? Sve do trenutka kada cijena iz tog naloga ne bude unutar dozvoljenih statičkih limita. Naime, budući da je referentna cijena za statičke limite zadnji službeni kurs jednog simbola, a taj kurs se tokom vremena mijenja, nakon određenog vremena će i cijena iz neaktivnog naloga biti u dozvoljenim limitima, nakon čega se ovaj nalog automatski aktivira.

Svrha statičkih limita je da spriječi ili uspori ekstremne padove ili poraste vrijednosti vrijednosnih papira u kratkom vremenskom roku. U određenim okolnostima (kada se vrijednosnim papirom nije trgovalo duže od šest mjeseci), Berza može privremeno ukinuti statičke limite, i omogućiti slobodno formiranje nove referentne cijene. O ovom koraku Berza dan prije obavještava sve učesnike na tržištu i javnost putem svoje web-stranice.

- b) Dinamički limiti: Za razliku od statičkih limita, dinamički limiti, koji za sve simbole, bez obzira na tržišni segment / subesgment, iznose +/- 3%, predstavljaju mekane limite, i bazirani su ne na cijeni određenog naloga, nego na cijeni po kojoj bi se određena transakcija zaključila. Ako bi se, nakon unosa određenog naloga, na tržištu zaključila transakcija po cijeni koja odstupa za više od 3% od referentne cijene, trgovina se prekida i organizuje se tzv. prekidbena aukcija (detaljnije u nastavku). Svrha dinamičkih limita nije da spriječi trgovinu izvan propisanih ograničenja, nego da i ostatku tržišta ukaže na činjenicu da se kod određenog simbola nešto interesantno događa, kako bi i drugi potencijalno zainteresovani za taj simbol mogli reagovati.

Prekidbene aukcije

Nakon što se probiju dinamički limiti kod određenog simbola, cjelokupna trgovina sa tim simbolom se privremeno, na period od 15 minuta prekida. Svi učesnici se automatski obavještavaju o prekidbenoj aukciji, i slijedi period u kojem je moguće unositi nove, mijenjati ili povlačiti postojeće naloge kod ovog simbola. Nakon protoka 15 minuta, organizuje se aukcija kojom se definije nova referentna cijena za predmetni simbol.

Važno je napomenuti da se probijanje dinamičkih limita (i aktiviranje prekidbenih aukcija) može desiti više puta u jednom danu kod određenog simbola. Međutim, statički limiti kod tog simbola se na taj način ne mogu probiti.

Organizacija berzanskog tržišta

Tržište Sarajevske berze organizovano je na dva glavna segmenta – Kotaciju i Slobodno tržište. Da bi bio uvršten na Kotaciju, emitent mora da ispunjava određene uslove, i mora da podnese zahtjev za uvrštenje svojih vrijednosnih papira. Kotacija je, fudbalskim žargonom rečeno, „prva liga“. Na njoj su najkvalitetnije kompanije na našem tržištu, koje drže do svojih investitora i koje redovno izvještavaju o svom poslovanju.

Slobodno tržište je „druga liga“, koja je opet podjeljena na „pod-lige“ – ST1, za najintresantnije kompanije sa Slobodnog tržišta, koje bi trebalo da razmisle o prelasku u prvu ligu, ST2 – ulaznom segmentu, gdje se svi vrijednosni papiri u početku uvrštavaju, i na kraju ST3, najnižem segmentu. Važno je napomenuti da je ST3 dio tržišta namjenjen za one kompanije koje ne izvršavaju svoje zakonske obaveze u pogledu objave informacija o svom poslovanju. Ulaganje u te kompanije je zbog toga mnogo rizičnije. Tržište za emitente u stečaju je segment gdje se prebacuju vrijednosni papiri emitenata nad kojima je otvoren stečajni postupak, i ulaganje u ove vrijednosne papire je također povezano sa većim rizikom.

Zakon o tržištu vrijednosnih papira je propisao da se trgovina na Berzi organizira na dva segmenta – na Kotaciji i na Slobodnom tržištu.



Kotacija

Kotacija je prestižni segment berzanskog tržišta. Emitent koji želi da njegovi vrijednosni papiri budu uvršteni na Kotaciju mora ispunjavati određene uslove u pogledu veličine kapitala, vrijednosti klase vrijednosnih papira, postojanje revidiranih izvještaja, minimalni broj dioničara i sl. Nakon što podnese zahtjev, poseban organ Berze, Odbor za Kotaciju, odlučuje o opravdanosti zahtjeva i ispunjenju uslova.

Emitent čiji su vrijednosni papiri uvršteni na Kotaciju dužan je redovno objavljivati i Berzi dostavljati godišnje, polugodišnje i kvartalne izvještaje o poslovanju. Pored toga, dužan je i da Berzu u predviđenim rokovima obaveštava o svim informacijama koje mogu imati uticaj na cijenu njegovih vrijednosnih papira („ad-hoc izvještavanje“). Ovo uključuje:

- informacije o poslovnim i drugim događajima, izmjenjenim uslovima poslovanja i događajima iz okruženja koji mogu uticati na pravni i finansijski položaj društva i cijenu emitovanih vrijednosnih papire
- odlukama i okolnostima koje utiču na strukturu kapitala emitenta
- predviđenim statusnim promjenama kod emitenta i izmjeni pravno-organizacionog oblika emitenta
- drugim događajima i okolnostima koje nisu opšte poznate, a koje bi mogle značajnije uticati na cijenu emitovanih vrijednosnih papira.

Emitenti čiji su vrijednosni papiri uvršteni na Kotaciju dužni su primjenjivati odredbe Kodeksa korporativnog upravljanja za kompanije uvrštene na SASE, ili, u slučaju da određene odredbe iz objektivnih razloga ne mogu ispoštovati, to nepoštivanje objasniti (princip „comply or explain“).

Iz navedenog je vidljivo da se veliki akcenat stavlja na transparentno poslovanje emitenta koji je na Kotaciji. U tom smislu, apliciranje i prijem na Kotaciju za emitenta je prvi logičan korak ukoliko želi da prikuplja dodatni kapital putem emisije dionica ili obveznika.

Slobodno tržište

Slobodno tržište je masovni segment berzanskog tržišta. Uslovi za prijem su minimalni (slobodna prenosivost, u cijelosti uplaćeni, vrijednosnim papirima se može trgovati na berzanskom tržištu), ne postoje ograničenja obzirom na osnovni kapital, veličinu klase vrijednosnih papira ili slično. Za razliku od Kotacije, vrijednosni papir nekog emitenta na Slobodno tržište mogu biti uvršteni bez njegovog eksplicitnog zahtjeva, samo na osnovu interesovanja za trgovinu izraženu od strane nekog investitora.

U nastojanju da investitorima olakša procjenu kvaliteta kompanija na Slobodnom tržištu, Berza je Slobodno tržište podijelila na više subsegmenata. Primarni subsegment je ST1, koji je rezervisan za najveće kompanije sa čijim se dionicama najčešće trguje. ST2 je ulazni segment na koji se svaki emitent prvobitno uvrštava. ST3 je subsegment rezervisan za dionice emitenata koji ne poštuju odredbe o izvještavanju – ne objavljaju izvještaje o poslovanju ili cjenovno osjetljive informacije. Investiranje u dionice ovih emitenata je zbog toga iznimno rizično, i investitor treba da dobro razmisli da li želi ulagati u kompaniju koja iz nekog razloga ne želi otkrivati kako posluje.

Zadnji subsegment je rezervisan za dionice emitenata nad kojim je otvoren stečajni postupak. I kod ovog subsegmenta investitori moraju biti svjesni posebnog rizika kod ulaganja u ove vrijednosne papire.

Sarajevska berza ima uspostavljena jasna pravila kako se i kada vrši presegmentacija dionica sa jednog na drugi subsegment Slobodnog tržišta. Dva puta godišnje, u maju i u novembru, vrši se revizija dionica na ST1. O rezultatima revizije se javnost obaveštava putem web-stranice.

Prebacivanje dionica na ST3 se vrši ukoliko nakon proteka zakonskog roka za objavu finansijskih izvještaja, i nakon opomene i privremene suspenzije, emitent ne objavi izvještaj. Povratak na ST2 je moguć isključivo ako se dostave nedostajući izvještaji i podnese eksplícitan zahtjev Berzi.

Segmenti tržišta i način trgovine

Kao što je već navedeno, većinom vrijednosnih papira na berzanskom tržištu se trguje kontinuiranim načinom trgovine. Samo dionicama koje su uvrštene na ST3 i subsegment za emitente u stečaju se trguje aukcijskim algoritmom trgovine, sa jednom ili dvije dnevne aukcije. Ovo je uvedeno iz razloga što se aukcijska trgovina preporučuje kod emitenata gdje je informacijska asimetrija (neravnomjerna dostupnost informacija između različitih investitora) najveća, što je obzirom na netransparentnost ovih emitenata upravo ovdje slučaj.

Segmenti tržišta i statički limiti

Statički limiti su različito postavljeni za različite segmente i subsegmenta berzanskog tržišta. Oni su u prošlosti bili predmetom izmjena. Aktuelne iznose statičkih limita moguće je provjeriti na web-stranici Berze. Kao generalno pravilo važi da što je niži segment/subsegment, raspon između statičkih limita je veći.

Hibridni načini trgovine

Na Berzi se pored redovne trgovine organizuju i razne vrste posebnih načina trgovine – vanredne aukcije, za privatizaciju državnih udjela u kompanijama i za prodaju većih paketa dionica od strane strateških investitora, zatim javne ponude, kojim se „rađaju“ novi vrijednosni papiri nekog emitenta, te aukcije za obveznice i trezorske zapise Federacije BiH (u zadnje vrijeme i za kantone i općine). Za sve ove vrste posebnih (hibridnih) trgovina je zajedničko da cijene transakcija zaključenih putem ovih metoda ne ulaze u izračun zvanične berzanske cijene nekog vrijednosnog papira.

Pored redovne berzanske trgovine, SASE za određene grupe investitora organizuje i tzv. hibridne vrste trgovine, sa posebnim pravilima i načinom trgovine. Svaki hibridni način trgovine pri tome je definisan i opisan u posebnom Pravilniku, na koji Komisija za vrijednosne papire FBiH mora dati saglasnost prije njegove primjene. U nastavku slijedi opis trenutno mogućih vrsta hibridne trgovine; detaljniji opis i pravila ove vrste trgovine opisani su u Pravilnicima koji su dostupni na web-stranici SASE.

Vanredne aukcije

Vanredne aukcije su poseban način trgovine koji je namjenjen za tri kategorije učesnika na tržištu: Federaciju Bosne i Hercegovine, investicione fondove i za investitore koji žele prodati minimalno 5% ukupnog broja dionica jedne kompanije.

Zakazivanje vanredne aukcije se vrši na osnovu zahtjeva klijenta člana Berze. U zahtjevu se definiše vrijednosni papir koji je predmet prodaje, broj vrijednosnih papira koji se prodaje, minimalna cijena te metoda prodaje.

Pravilnik o vanrednim aukcijama predviđa različite metode prodaje, koje su prilagođene različitim mogućim potrebama investitora. Kod jedne metode prodaje moguće je unositi samo kuponne naloge koji glase na istu količinu koja je i u prodajnom nalogu, dok je kod druge metode dozvoljen i unos manjih količina. Način određivanja cijene je također različit – po aukcijskoj, jedinstvenoj cijeni, ili po različitim cijenama (cjenovna diskriminacija).

Odmah po prijemu zahtjeva i određivanju termina aukcija, Berza obavještava sve članove Berze, Komisiju za vrijednosne papire i javnost o zakazanoj aukciji, kako bi se potencijalni investitori mogli pripremiti za aukciju. Od podnosioca zahtjeva zavisi koliki rok za pripremu se daje – najraniji mogući termin je slijedeći radni dan, dok ne postoji (eksplicitna) gornja granica.

Putem vanrednih aukcija do sada je uspješno provedeno više prodaja manjinskih udjela države u privrednim društvima (Interšped, Bosnalijek, Fabrika Duhana Sarajevo...).

Javne ponude

Zakon o tržištu vrijednosnih papira i Pravilnik o emisiji vrijednosnih papira predviđaju mogućnost sprovođenja javne ponude vrijednosnih papira i putem Berze. U tom slučaju se upis vrijednosnih papira vrši kod profesionalnih posrednika – članova Berze. Uplata se vrši na namjenski račun profesionalnih posrednika. Javna ponuda putem Berze može da traje minimalno sedam, a maksimalno 30 dana.

Sprovođenje javnih ponuda na SASE uređeno je Pravilnikom o javnim ponudama.

Aukcije za trezorske zapise i obveznice FBiH

Na osnovu ugovora sa Ministarstvom Finansija FBiH, SASE na zahtjev Ministarstva organizuje aukcije za trezorske zapise i obveznice Federacije Bosne i Hercegovine.

Trezorski zapisi

Trezorski zapisi su kratkoročni dužnički vrijednosni papiri, koji se obično emituju na rok od 3,6,9 ili 12 mjeseci. Radi se o diskontnim vrijednosnim papirima, što znači da se emituju/izdaju uz određeni diskont (popust, odnosno manje od 100% nominalne cijene), dok se vraćaju u 100% nominalne vrijednosti. Razlika između (diskontirane) kupovne cijene i pune cijene koju dobiju na dan dospijeća predstavlja prinos za investitora. Tok aukcije je slijedeći:

1. Ministarstvo Berzu obavijesti o planiranom datumu i iznosu emisije; Berza ovu informaciju objavljuje na svojoj web-stranici i zakazuje aukciju.
2. Na dan aukcije, od 09:00 – 10:00, zainteresovani kupci putem profesionalnih posrednika unose kupovne naloge po diskontnoj cijeni, u postotcima od nominalne vrijednosti.
3. Nalozi se rangiraju u berzanskom sistemu trgovine – viši rang imaju nalozi sa manjim diskontom, niži rang oni sa većim diskontom.
4. Ministarstvo na osnovu stanja na tržištu unosi prodajni nalog po određenoj cijeni
5. Svi kupovni nalozi koji su ispod te cijene se izvršavaju (naravno, dok ima raspoložive količine u prodajnom nalogu), i to po cijeni naloga koji je unesen od kupca („svako plaća svoju ponuđenu cijenu“ – cjenovna diskriminacija).
6. Ministarstvo i SASE izračunavaju prosječne diskontne cijene i odgovarajući prinos, i objavljaju podatke na svojim web-stranicama.

Specifično za ove aukcije je da kupci vide samo svoje naloge na tržištu, te stoga nije moguće kalkulisati sa svojom cijenom. Svaki kupac je primoran da ide sa svojom maksimalno prihvatljivom ponudom (minimalni traženi diskont).

Obveznice

Tok aukcije za obveznice FBiH je nešto drugačiji. Osnovna razlika je da investitori u berzanski sistem trgovine ne unose cijene, nego tražene primose u postocima. I kod ove aukcije, nalozi ostalih učesnika u trgovini nisu vidljivi.

Indeksi SASE

Berzanski indeks je skup određene grupe dionica (ili obveznica) kod kojih se prati kretanje njihovih cijena. Osnovna funkcija indeksa je da zainteresovanom investitoru omogući da na jedan pogled vidi kakvo je stanje na tržištu, da li cijene uglavnom rastu ili padaju. Svaki od indeksa SASE prati određenu grupu dionica koja ima nešto zajedničko – BIFX tako prati kretanje cijena dionica Investicionih fondova, dok SASX-10 prati cijene dionica 10 najvećih kompanija na domaćem tržištu.

Berzanski indeks je zbirni pokazatelj kretanja cijena određene grupe vrijednosnih papira. On omogućuje da se „na jedan pogled“ ocijeni stanje na tržištu za određeni dan ili za određeni vremenski period.

Svaki indeks ima svoju metodologiju, kojom se definije koji vrijednosni papiri mogu ući u sastav indeksa, kako se izračunava vrijednost indeksa, da li se vrši ograničavanje učešća pojedinog učesnika u indeksu, redovne i vanredne revizije i bazni datum i vrijednost.

Sarajevska berza izračunava i objavljuje slijedeće indekse:

- BIFX: „Bosnian Investment Fund IndeX“ – prati kretanje cijena dionica 11 zatvorenih investicionih fondova (ZIF-ova, bivših PIF-ova). BIFX je prvi indeks koji je SASE počela objavljivati.
- SASX-10: „Sarajevo Stock Exchange IndeX 10“ – prati kretanje 10 navjećih kompanija na domaćem tržištu, mjereno po tržišnoj kapitalizaciji i učestalosti trgovine. SASX-10 je ponderisani indeks, a kao ponder se koristi tržišna kapitalizacija učesnika u indeksu. Prilikom izračuna tržišne kapitalizacije, u obzir se uzima samo onaj dio kapitalizacije koji je dostupan investitorima („free-float“). Zbog velikih razlika u tržišnoj kapitalizaciji učesnika u indeksu, učešće pojedinog učesnika je ograničeno na maksimalno 20% („capping“). Na Istanbulskoj berzi je kreiran fjučers baziran na SASX-10, koji omogućuje da tamošnji investitori participiraju u kretanju cijena na domaćem tržištu kapitala.
- SASX-30: „Sarajevo Stock Exchange IndeX 30“ – Prati kretanje cijena 30 najlikvidnijih dionica sa Slobodnog tržišta SASE. SASX-30 je neponderisani indeks, što znači da svaki učesnik u indeksu ima jednak uticaj na njegovo kretanje.
- SASX Islamic: SASX-Islamic je indeks kreiran u saradnji sa domaćom Bosna Bank International. On prati kretanje grupe od 25 dionica čiji emitenti posluju na način koji je prihvatljiv za investitore koji ulažu isključivo u halal-biznis.
- SASX Fundamental: Najnoviji indeks SASE, kod kojeg se kao ponder učešća pojedinog učesnika u indeksu ne koristi tržišna kapitalizacija, nego skup fundamentalnih pokazatelja.

Tržište po nalozima - BHTSR Tržište po cijenama i transakcijama - BHTSR Transakcije Nalozi WWW											
Top 10											
											Ref. cijena: 13,03
Član	SU	Količina	Cijena	Član	Količina	Cijena	Cijena	Količina	Član	Cijena	Količ
RS1	A	64	12,65	RS1	62	13,01	13,20	4.737	RS1		
				RS1	755	13,00	13,50	940	RS1		
				RS1	46	13,00	13,90	1.231	U1		
				V1	20	12,73	14,00	32	RS1		
				IS1	350	12,30	14,15	199	U1		
				V1	200	12,25	14,15	400	U1		
				U1	352	11,00	14,25	5.641	S1		
				U1	370	11,00	14,29	1.030	A1		
							14,30	2.101	RS1		
							14,30	400	RS1		
							14,49	550	A1		
							14,50	37	A1		
							14,50	418	A1		
							14,50	440	RS1		
							14,80	84	RS1		
							15,00	498	A1		

5. Obračun i poravnanje

Na kraju dana trgovine na Berzi, Berza šalje izvještaje o svim zaključenim transakcijama Registru vrijednosnih papira i brokerskim kućama koje su učestvovali u trgovinama. Na osnovu tih podataka Registar vrši preknjižavanje vrijednosnih papira sa računa prodavaca na račune kupaca, ali tek nakon što provjeri da je novac od kupca dostupan i da će biti prebačen prodavcu. Na našem tržištu važi pravilo T+2, što znači da se sve ove radnje moraju obaviti 2 dana nakon dana zaključenja transakcije (možda protekne još jedan dan kada novac bude na računu u vašoj banci, ako ste prodavali vrijednosne papire). Kod Registra postoje različiti zaštitni mehanizmi da se transakcije i izvrše – garantni fond i pozajmljivanje vrijednosnih papira.

Šta se dešava nakon trgovine na Berzi?

Nakon 14:00 vrši se automatsko zaključenje trgovine za taj dan, te Berza šalje izvještaje o zaključenim transakcijama učesnicima na tržištu:

- Registru vrijednosnih papira: spisak SVIH transakcija zaključenih na tržištu, sa informacijama o simbolu, vremenu zaključenja transakcije, količini, cijeni, vrijednosti transakcije, računu kupca i prodavca, te kod obveznika i iznos akumulirane kamate.
- Profesionalnim posrednicima: dostavljaju se zaključnice o transakcijama gdje su oni učestvovali, bilo kao kupac ili prodavac.
- Bankama depozitarima: Kao što je u tekstu navedeno, svaki profesionalni posrednik ima „sviju“ banku depozitara. Berza ovim bankama šalje zaključnice za njihove profesionalne posrednike, kako bi mogli započeti sa procesom prebacivanja novčanih sredstava.
- Na svojoj web-stranici SASE objavljuje izvještaje o trgovaju i kursne liste.

Obračun i poravnanje

Termin „obračun i poravnanje“ označava proces koji treba da osigurava izvršenje obaveza transakcijskih strana proizašlih iz transakcija zaključenih na Berzi. To uključuje prenos novca sa kupca na prodavca, te prenos vrijednosnih papira sa prodavca na kupca. Ovaj sistem funkcioniра po principu „delivery versus payment“ (isporka nasuprot plaćanju), i znači da se vrijednosni papiri prebacuju sa računa prodavca na račun kupca tek nakon prenosa novca za transakciju od kupca prema prodavcu.

Ciklus poravnjanja na T+2

Ciklus poravnjanja (eng. „settlement cycle“) označava period u kojem se, na osnovu izvještaja sa berze, vrši prebacivanje novčanih sredstava sa računa kupaca u transakcijama na račune prodavaca, i (gotovo) istovremeno prebacivanje vrijednosnih papira sa računa prodavaca na račun kupaca. Sve ove aktivnosti se sprovode pod terminom „obračun i poravnanje“ – obračun otvorenih pozicija između profesionalnih posrednika, i poravnanje novčanih pozicija i pozicija vrijednosnih papira.

T+2 kao ciklus poravnjanja znači da se sve ove aktivnosti završavaju drugi radni dan nakon zaključenja transakcije na Berzi ('T'). Za prodavca to znači da će dva dana nakon što je obavješten da je prodao svoje vrijednosne papire moći podići svoj novac (u praksi, a zbog različitih termina saldiranja u bankama, to zna biti i dan kasnije).

Uloga Registra vrijednosnih papira

Registar vrijednosnih papira je ključna karika procesa obračuna i poravnanja. Ostali učesnici su banke depozitari, profesionalni posrednici i Centralna Banka BiH.

Nakon prijema izvještaja o zaključenim transakcijama na SASE, Registrar vrši obračun i poravnanje dugovanja i potraživanja, najkasnije do 09:00 na T+1. Pri tome se koristi princip netting-a – da bi se izbjegao veliki broj uplata/isplata, Registrar izračunava razliku između kupovina i prodaja članova, te ih obavlja samo o neto-dugovanjima odnosno neto-potraživanjima. Centralna Banka BiH se obavlja o očekivanim uplatama/isplatama preko RVP-računa otvorenog kod Centralne Banke. Profesionalni posrednici su, putem svojih banaka depozitara, dužni uplatiti svoja neto-dugovanja na račun RVP-a kod CB najkasnije do 10:00 na T+2. RVP sa svoje strane dužan je do 13:00 istog dana proslijediti neto-potraživanja profesionalnim posrednicima. Usporedo sa ovim, vrši se i preraspoređivanje (prenos) vrijednosnih papira sa računa prodavaca na račun kupaca.

Garantni fond kod RVP-a, sigurnost sredstava i dionica

Kako bi se izbjegla naknadna poništenja transakcija, odnosno neuspjeh transakcija („failed trades“), na našem tržištu kapitala, kao i na svim drugim tržištima, postoje zaštitni mehanizmi koji imaju zadatak da ove situacije spriječe:

- Garantni fond pri Registru vrijednosnih papira u FBiH: Svi članovi RVP-a (=članovi Berze, tj. profesionalni posrednici) imaju obavezu uplaćivati sredstva u ovaj fond. Ulog se dijeli na fiksni dio, koji je jednak za sve profesionalne posrednike, i na varijabilni dio, čija visina zavisi od prometa pojedinačnog člana koji je ostvario u proteklom periodu. Sredstva iz ovog fonda se koriste u slučaju kada jedna od transakcijskih strana (profesionalni posrednik) ne izvrši plaćanje transakcije. U tom slučaju, RVP koristeći sredstva iz garantnog fonda podmiruje transakciju, a od brokerske kuće koja nije izvršila svoju obavezu traži povrat ovih sredstava (uz penale).
- Pozajmljivanje: Ukoliko klijent prodavac na svom računu ne posjeduje dovoljnu količinu vrijednosnih papira, brokerska kuća koja ga zastupa obavezna je izvršiti pozajmljivanje nedostajuće količine tih vrijednosnih papira, sa ciljem sprovođenja transakcije.

6. Izvještavanje na tržištu kapitala

Informacije su najvažnija valuta na tržištu kapitala. Da bi investitor mogao procjeniti koliko neka dionica vrijedi, on mora znati kako ta kompanija posluje, da li ostvaruje dobit, kako ide prodaja, ima li sumnjivih troškova itd. Ove informacije se dobijaju iz finansijskih izvještaja. Svi emitenti moraju objavljivati barem godišnji izvještaj o poslovanju, a oni koji su uvršteni na berzansko tržište moraju objavljivati i polugodišnje izvještaje (emitenti na Kotaciji čak i kvartalne – tromjesečne izvještaje). Postoji više zakonskih i podzakonskih akata koji propisuje koja vrsta kompanija objavljuje koju vrstu izvještaja. Generalno pravilo je da su obaveze izvještavanja strožije što je kompanija veća i što ima više dioničara.

Budući da na našem tržištu imamo neke kompanije koje nisu tako redovne u izvještavanju, Sarajevska berza ove kompanije redovno podsjeća na njihove obaveze, te ukoliko se ogluše na opomene, čak i privremeno suspenduje iz trgovine. Za one nepopravljive imamo ST3 segment Slobodnog tržišta, gdje se prebacuju one kompanije kojima očito nije stalo do investitora.

U čemu je značaj izvještavanja?

Pod izvještavanjem se u kontekstu tržišta kapitala podrazumijeva objava informacija od strane emitentata vrijednosnih papira. Te informacije mogu biti periodični izvještaji o poslovanju (godišnji, polugodišnji i kvartalni izvještaji) ili tzv. ad-hoc informacije (informacije koje mogu imati uticaja na cijenu vrijednosnog papira – „cjenovno osjetljive informacije“).

Pravovremena objava tačnih i potpunih informacija o poslovanju kompanija je fundament tržišta kapitala. Prema teoriji efikasnih tržišta, sve informacije dostupne o nekom emitentu „ulaze“ u cijenu njegovih vrijednosnih papira. Način na koji „ulaze“ u cijenu je da svaki investitor analizira raspoložive informacije o poslovanju emitenta i na osnovu toga određuje cijenu po kojoj će papiре želi kupiti ili prodati. Kada veliki broj investitora izvrši ovu procjenu vrijednosti kod jedne dionice, dolazi do veće preciznosti njene tržišne vrijednosti i približavanju fundamentalnoj-intrinzičnoj (unutrašnjoj) vrijednosti.

Iz ovog je vidljivo da je izvještavanje fundament svakog tržišta kapitala. Bez objave informacija, tržišne cijene ne odslikavaju pravu vrijednost jedne kompanije.

Koji akti regulišu oblast izvještavanja?

U Federaciji Bosne i Hercegovine, oblast izvještavanja privrednih društava je regulisana sa više akata, koji su, nažalost, međusobno u najmanju ruku neusklađeni.

Ako pogledamo privredna društva generalno, obaveze izvještavanja su definisana prije svega Zakonom o privrednim društvima i Zakonom o računovodstvu i reviziji.

Izvještavanje specifično za emitente vrijednosnih papira definisano je Zakonom o tržištu vrijednosnih papira kao i Pravilnikom o objavljivanju informacija i izvještavanju na tržištu vrijednosnih papira.

Zakon o privrednim društvima

Izvještavanje propisano u Zakonu o privrednim društvima se uglavnom odnosi na objavu informaciju o sazivanju i održavanju skupština dioničara, prijedlozima dnevnog reda i njihovim izmjenama, i obavještavanju o statusnim promjenama kod privrednih društava. Primarni kanal izvještavanja su dnevne novine koje izlaze na teritoriji FBiH.

Zakon o računovodstvu i reviziji

Poglavlje IV Zakona o računovodstvu i reviziji (Službene Novine FBiH 83/09) tretira Finansko izvještavanje.

Obaveza izrade i objave godišnjeg finansijskog izvještaja (kojeg čine Bilans stanja, Bilans uspjeha, Izvještaj o gotovinskim tokovima, Izvještaj o promjenama na kapitalu i Bilješke uz finansijske izvještaje) postoji za sva preduzeća, s tim da kod preduzeća koja su kategorisana kao mala, godišnji izvještaj sadrži samo Bilans stanja i Bilans uspjeha.

U pogledu obaveze izrade polugodišnjeg finansijskog izvještaja, ona postoji samo kod velikih i srednjih preduzeća, osim ako se vrijednosnim papirima tih preduzeća trguje na tržištu kapitala – tada ta obaveza postoji bez obzira na kategorizaciju. Sadržaj polugodišnjeg izvještaja je istovjetan sadržaju godišnjeg.

Pored godišnjeg finansijskog izvještaja, velika i srednja pravna lica, kao i pravna lica kojima se trguje na tržištu kapitala, dužni su sačiniti i godišnji izvještaj o poslovanju, koji „daje objektivan prikaz poslovanja pravnog lica i njegov položaj, uključujući i opis glavnih rizika i neizvjesnosti sa kojima se suočava i mjera preduzetih na zaštitu životne sredine“ (član 40, stav (1)).

U pogledu rokova predaje finansijskih izvještaja nadležnoj instituciji (trenutno: Finansijsko-informatička agencija FBiH), rok za godišnji izvještaj je zadnji dan mjeseca februara tekuće za prethodnu godinu, a za polugodišnji 31.07. tekuće godine.

Zakon o tržištu vrijednosnih papира

U Zakonu o tržištu vrijednosnih papira (Službene Novine FBiH 85/08, 109/12, 86/15,25/17), oblast izvještavanja je regulisana u Poglavlju IX – Objavljivanje i izvještavanje. Izvještavanje se u ovom Poglavlju definije za tzv. otvorena dionička društva, odnosno društva koja ispunjavaju jedan od slijedećih uslova:

- njihove dionice su emitovane javnom ponudom, ili
- radi se o bankama i drugim finansijskim institucijama, ili
- društva imaju osnovni kapital najmanje u iznosu od 4.000.000 KM i najmanje 40 dioničara

NB: *Zakon o privrednim društvima također vrši distinkciju na otvorena i ne-otvorena dionička društva, koja se međutim razlikuje u detaljima od definicije iz Zakona o tržištu vrijednosnih papira. Za potrebe oblasti izvještavanja, mjerodavan je spisak otvorenih dioničkih društava koje objavljuje Registar vrijednosnih papira u FBiH na svojoj web-stranici.*

Prema članu 237 Zakona, emitenti otvorena dionička društva su dužni objavljivati podatke o vrijednosnim papirima i svom finansijskom poslovanju u okviru:

- polugodišnjeg i godišnjeg izvještaja o poslovanju; ukoliko je emitent uvršten na Kotaciju Berze, dužan je objavljivati i kvartalne izvještaje o poslovanju
- izvještajima o događajima koji bitno utiču na finansijsko poslovanje emitenta
- prospelta svakog novog vrijednosnog papira koji se emituje
- izvještajima o rezultatima svake nove javne ponude vrijednosnih papira.

U nastavku poglavlja se navode obavezni elementi polugodišnjeg i godišnjeg izvještaja. Pored toga, definišu se i događaji koji bitno utiču na finansijsko poslovanje:

- reorganizacija emitenta i sa njim povezanih lica
- odluka o emisiji i svaka započeta, prekinuta ili okončana emisija vrijednosnih papira
- sticanje od jednog dioničara više od 5% dionica emitenta sa pravom glasa

- isplate finansijskih obaveza prema dioničarima
- odluke o sazivanju skupštine dioničara
- promjena revizora
- jednokratno povećanje ili smanjenje imovine emitenta za više od 10% i
- jednokratna transakcija u obimu većem od 10% vrijednosti ukupne imovine emitenta

Za emitente koji ne spadaju u kategoriju otvorenih dioničkih društava („zatvorena dionička društva“) Zakon navodi da će Komisija za vrijednosne papire njihove obaveze izvještavanja propisati posebnim aktom. Zakon također Komisiji daje ovlaštenje da detalje o načinu i rokovima objave gore navedenih informacija dodatno uredi putem općeg akta. Komisija je ove obaveze definisala donošenjem Pravilnika o objavljivanju informacija i izvještavanju na tržištu vrijednosnih papira.

Pravilnik o objavljivanju informacija i izvještavanju na tržištu v. p.

Ovaj Pravilnik bliže propisuje „sadržaj, način i rokove dostavljanja izvještaja, objavljivanja izvještaja i informacija emitentata“ i ostalih učesnika na tržištu vrijednosnih papira.

U uvodnom dijelu se, za potrebe Pravilnika, proširuje kategorija zatvorenih dioničkih društava i na ona društva koja nisu organizovana kao d.d., a koja emituju vrijednosne papire (primjera radi društvo sa ograničenom odgovornošću koje je emitovalo obveznice).

Pravila Sarajevske berze – burze vrijednosnih papira

Pravila SASE su akt koji donosi Skupština dioničara Sarajevske berze – burze, i na koji Komisija za vrijednosne papire FBiH mora dati svoju saglasnost prije njihove primjene. Pravila kao i sve njihove izmjene i dopune se objavljaju u Službenim Novinama FBiH.

U pogledu izvještavanja, fokus Pravila su emitenti čiji su vrijednosni papiri uvršteni na Kategoriju SASE. Za emitenti sa Slobodnog tržišta Berza ne propisuje posebne (dodatne) obaveze izvještavanja.

U pogledu periodičnih izvještaja o poslovanju, Berza se, kako ne bi dodatno komplikovala i onako komplikovanu oblast izvještavanja, pridržava uglavnom sadržaja koji je propisan Zakonom o tržištu vrijednosnih papira.

Veće razlike postoje kod tzv. ad-hoc izvještavanja, odnosno obaveza emitenta u pogledu objave cjenovno osjetljivih informacija, t.j. informacija koje mogu imati bitan uticaj na cijenu vrijednosnih papira. Među ove informacije spadaju između ostalog informacije o prekidima u poslovanju, bitnim izmjenama pri vršenju osnovne djelatnosti, izmjeni u upravi i nadzornom odboru, odlukama i okolnostima koje utiču na strukturu kapitala emitenta kao i o predvidenim statusnim promjenama kod emitenta i izmjeni pravno-organizacionog oblika emitenta.

Koje su obaveze različitih kategorija emitentata?

Pažljivim čitanjem prethodnog poglavlja ovog Vodiča može se utvrditi da je oblast izvještavanja u domaćoj legislativi riješena sa više akata koji nisu u potpunosti međusobno uskladjeni ili koji su čak u određenim dijelovima u međusobnoj koliziji (različiti rokovi objave, različite kategorije obveznika itd.)

Međutim, budući da je Zakon o tržištu vrijednosnih papira tzv. Lex specialis za oblast vrijednosnih papira, u nastavku navodimo obaveze izvještavanja koje propisuje ovaj Zakon i podzakonski akti.

U pogledu izvještavanja, Zakon o tržištu vrijednosnih papira i Pravilnik o objavljivanju informacija i izvještavanju na tržištu vrijednosnih papira prepoznaže tri kategorije emitenata, za koje važe različita pravila izvještavanja:

Otvorena dionička društva (bez obzira da li su uvrštena na Berzu ili ne)

Šta objavljuju:

- ▶ Polugodišnji i godišnji izvještaj o poslovanju (ako su vrijednosni papiri emitenta uvršteni na Kotaciju, objavljaju i kvartalne izvještaje)
- ▶ Cjelovit izvještaj vanjskog revizora
- ▶ Izvještaj o događajima koji bitno utiču na finansijsko poslovanje

Način objave: putem svoje web-stranice i putem web-stranice SASE; slanjem linka objave Komisiji za vrijednosne papire

Zatvorena dionička društva koja nisu uvrštena na Berzu

Šta objavljuju:

- Polugodišnji i godišnji izvještaj o poslovanju
- Izvještaj o događajima koji bitno utiču na finansijsko poslovanje

Način objave: putem vlastite web-stranice; ukoliko nemaju web-stranicu, dostavom Berzi ili objavom u dnevnim novinama koje izlaze na teritoriji FBiH.

Zatvorena dionička društva koja su uvrštena na Berzu

- ▶ Polugodišnji i godišnji izvještaj o poslovanju (ako su vrijednosni papiri emitenta uvršteni na Kotaciju, objavljaju i kvartalne izvještaje)
- ▶ Cjelovit izvještaj vanjskog revizora
- ▶ Izvještaj o događajima koji bitno utiču na finansijsko poslovanje

Način objave: Dostavom izvještaja Berzi; Komisiji se dostavlja potvrda koju izdaje Berza.

Rokovi objave

Pravilnik propisuje slijedeće rokove za objavu dokumenata na gore navedeni način:

- Godišnji izvještaj o poslovanju prethodne godine do 30.04. tekuće godine;
- Polugodišnji izvještaj o poslovanju do 31.08.;
- Kvartalni izvještaj o poslovanju: 30 dana po završetku obračunskog perioda;
- Cjeloviti izvještaj vanjskog revizora: najkasnije šest mjeseci od završetka poslovne godine
- Izvještaj o događajima koji bitno utiču na finansijsko poslovanje: najkasnije osam dana od dana događaja

Format objave

Kao generalno pravilo važi da se sve objave vrše elektronskim putem. Periodični izvještaji o poslovanju se objavljaju u Microsoft Excelu fajlu, u formi Obrasca za elektronsko izvještavanje (OEI), koji je dostupan na web-stranici Komisije za vrijednosne papire FBiH. Postoje slijedeće forme OEI-a:

- OEI-PD: koriste ga Privredna Društva
- OEI-BA: koriste ga isključivo BANKE
- OEI-OS: koriste ga isključivo OSiguravajuća društva

Cjelovit izvještaj revizora kao i izvještaji o događajima koji bitno utiču na finansijsko poslovanje se objavljuju u PDF-formatu. (PDF se može generisati direktno iz Microsoft Worda ili putem raznih besplatnih tzv. virtualnih PDF-štampača).

Važno je napomenuti da dostavom drugih vrsta izvještaja o poslovanju ili drugih formata dokumenata, obaveza izvještavanja nije ispunjena (Član 7. stav (5) Pravilnika o objavljinju informaciju i izvještavanja na tržištu vrijednosnih papira). Primjera radi, u praksi nam se često dogada da se izvještaji o poslovanju dostavljaju u papirnoj formi, ili da se izvještaji skeniraju i u obliku fotografija (fajlovi tipa jpg) pošalju Berzi. U ovom slučaju, uposlenici Berze ponovo kontaktiraju emitenta u svrhu dostavljanja propisanih formata izvještaja, što komplikuje i produžava cijelokupan proces.

Obaveza / Kategorija društva	Otvorenod.d.	Zatvoreno dioničko društvo	
		Uvršteno na Berzu	Nije uvršteno na Berzu
Dokumenti izvještavanja:			
<i>Godišnji finansijski izvještaj</i>	✓	✓	✓
<i>Polugodišnji finansijski izvještaj</i>	✓	✓	✓
<i>Cjelovit izvještaj revizora</i>	✓	✓	✗
<i>Cjenovno osjetljive informacije</i>	✓	✓	✓
Rok objave:			
		<i>Godišnji finansijski izvještaj:</i> do 30.04. <i>Polugodišnji finansijski izvještaj:</i> 31.08. <i>Cjeloviti revizorski izvještaj:</i> do 30.06. <i>Cjenovno osj.info.:</i> najkasnije nakon 8 dana	
Način objave:			
		<i>Na svojoj web-stranici + dostava Berzi</i>	<i>Dostava izvještaja Berzi</i>
			<i>Na svojoj web-stranici ili dostava Berzi ili objava u novinama</i>
Format objave:			
		<i>Finansijski izvještaji:</i> XLS Obrazac za elektronsko izvještavanje (OEI-PD, OEI-BA ili OEI-OS)	
		<i>Cjelovit izvještaj revizora:</i> PDF	
		<i>Cjenovno osjetljive informacije:</i> PDF	

Šta je uloga Berze i kako je sprovodi?

Strogo formalno gledajući, uloga Berze u procesu izvještavanja je prijem i objava izvještaja i informacija koje joj emitenti dostavljaju. Međutim, nivo poštivanja obaveza u pogledu izvještavanja u FBiH je na generalno niskom nivou, a informacije o poslovanju kompanija predstavljaju osnovu za efikasnu trgovinu i formiranje cijena njihovih vrijednosnih papira. Stoga je SASE na sebe preuzeila obavezu da, u okviru svojih nadležnosti, čini sve kako bi prikupila što veći broj informacija i stavila ga na raspolaganje investitorima i javnosti.

Konkretno, Berza u pogledu „discipliniranja“ neazurnih emitenata i zaštite interesa investitora poduzima slijedeće korake.

- Sedmicu dana nakon roka koji je Pravilnikom o objavljinju informacija i izvještava-

nju na tržištu vrijednosnih papira određen kao krajnji rok za dostavu izvještaja (30.4. za godišnji izvještaj, 31.08. za polugodišnji izvještaj), Berza svim emitentima koji nisu dostavili izvještaj, šalje podsjetnik/upozorenje.

- Ukoliko se emitent ogluši o ovo prvo upozorenje, Berza mu dostavlja drugo upozorenje sa najavom privremene suspenzije trgovine vrijednosnim papirima emitenta ukoliko ne dostavi nedostajući izvještaj. Istovremeno, Berza objavljuje spisak ovih kompanija na svojoj web-stranici.
- Ukoliko se emitent i na ovo upozorenje ogluši, trgovina njihovim dionicama se suspenduje, do dostave nedostajućeg izvještaja ili do proteka roka od 15 dana, koliko Berza shodno Zakonu i Pravilima može suspendovati trgovinu određenim vrijednosnim papirom.
- U slučaju da emitent propusti i ovaj rok, njegove dionice se nakon proteka suspenzije prebacuju na najniži subsegment Slobodnog tržišta, ST3, koji je rezervisan za netransparentne kompanije.

Zbog čega Berza suspenduje trgovinu dionicama emitenta koji ne dostavlja izvještaje? Suprotno čestom mišljenju učesnika na tržištu, ovdje se ne radi o kažnjavanju emitenta, nego o načinu zaštite investitora na tržištu, (shodno članu 168 Zakon o tržištu vrijednosnih papira). Naime, suspenzija treba da sprječi investitore da (zbog neznanja) ulažu u kompaniju za koje postoji velika vjerovatnoća da će biti prebačena na najniži segment tržišta, rezervisan za one emitente koji ne poštuju zakonske i podzakonske obaveze u pogledu izvještavanja.

Nakon svih ovih mjera, Berza obavještava Komisiju za vrijednosne papire o emitentima koji nisu dostavili svoje izvještaje.



7. Kako do informacija o trgovini i emitentima

Zainteresovani investitori i ostali građani imaju razne mogućnosti da dođu do informacija o zadnjim cijenama i trgovini određenim vrijednosnim papirima.

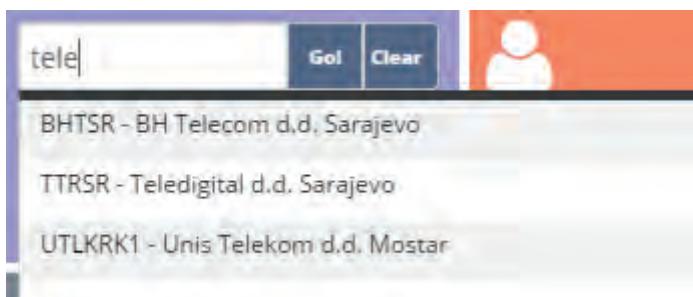
Tako primjera radi sve većina dnevnih novina objavljuje kursne liste sa Sarajevske berze, a centralne informativne emisije svih značajnijih TV kanala imaju izvještaje sa Berze.

Međutim, najbrži način je posjeta web-stranici Berze: www.sase.ba.

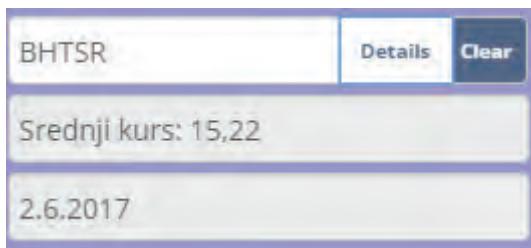
Budući da naša web-stranica sadrži veliku količinu informacija, snalaženje na njoj nekada nije tako jednostavno. Stoga u nastavku kratak opis informacija koje možete pronaći na našoj web-stranici i način na koji možete doći do tih informacija.

Informacije o zadnjoj cjeni određenog vrijednosnog papira:

Ako Vas samo zanima zadnji službeni kurs po kojem se određenim vrijednosnim papirom trgovalo, dovoljno je da u masku gdje стоји „Naziv – Simbol“ (lijevi, srednji dio stranice) upišete naziv ili dio naziva emitenta koji vaš interesuje. Kako upisujete naziv emitenta, nude Vam se emitenti koji sadrže do sada unesena slova (tzv. incremental search, ili real-time suggestions). To izgleda ovako:



Kada se prikaže željeni emitent, kliknete na njega, i prikazuje Vam se zadnji službeni kurs i datum kada je taj kurs uspostavljen.



Ako se klikne na „Details“, ide se na tzv. Profil emitenta.

Kako do Profila emitenta

Profil emitenta je centralno mjesto za sve informacije o određenom emitentu kojim Berza raspolaze. Postoji više načina kako se može doći do ovog Profila. Jedan smo već upoznali u prethodnom odjeljku – putem klika na dugme „Details“ nakon unosa određenog naziva.

Pored toga, možete kliknuti i na dugme sa tim nazivom (desno od unosne maske iz prethodnog primjera pretrage), ili putem gornjeg menija pod TRŽIŠTE / EMITENTI / PROFIL EMITENTA.

BOSNALIJEK D.D. SARAJEVO

[Opće informacije](#) | [Poslovanje](#) | [Trgovanje](#) | [Novosti emitenta](#)

PODACI O EMITENTU		NADZORNJI ODBOR	
ISIN	BAESNL00005	Elin Đurić	Predsjednik
Oznaka emitenta	BSNL	Konstantin Žerov	Član
Naziv emitenta	Bosnalijek farmaceutska i hemijska industrija dioničko društvo; Bosnalijek d.d.	Bernard Alagić	Član
Adresa	Jukiceva 53, 71100 Sarajevo	Mirna Šterlić	Član
Kontakt	tel: +387 33 254 401; fax: +387 33 694 971	Vesna Tučović	Član
Email	info@bosnalijek.ba	UPRAVA	
Veličina stranica	www.bosnalijek.ba	Nenad Uzunović	Direktor
Djelatnost	Preizvodnja i prodaja farmaceutskih proizvoda	Adnan Hadžić	v.d. Izvršni direktor za finansije
Eksterna rev.CIP	Deloitte d.o.o. Sarajevo	Admir Kelo	v.d. Izvršni direktor za marketing i prodaju
		Razja Pećo	v.d. Izvršni direktor za administraciju

Odaberite simbol za pregled emitenta

BSNLR
ISIN: BABSNLR00005

BOSNALIJEK D.D. SARAJEVO
Segment: Kategorija dionica privrednih društava

BSNL 11,47 0,00 %

Datum zadnje trgovine: 2.6.2017.

Pokazateliji	
Povrat na kapital (ROE)	6,1989
Zarada po dionicu (EPS)	1,2102
Knjigovodstvena vrijednost po dionicu (BVG)	19,5221

Profil emitenta, pored općih informacija o emitentu, sadrži i podatke o njegovom poslovanju (putem finansijskih izvještaja koje dostavlja Berzi), trgovajući njegovim vrijednosnim papirima (sa mogućnošću definisanja perioda trgovine, mogućnošću eksporta podataka itd.), kao i Novostima emitenta. Pod ovom zadnjom kategorijom možete između ostalog pronaći i sve objave predmetnog emitenta.

Kako do kursnih lista?

Ako Vas zanima aktuelna kursna lista, ili kursna lista na određeni datum u prošlosti, na Home-page-u pritisnete na dugme „Kursne liste“. Ukoliko je u trenutku kada pozivate ovu stranicu dan trgovine završen, prikazat će Vam se kursna lista za taj dan; ukoliko trgovanje za taj dan još nije okončano, prikazat će Vam se kursna lista zadnjeg dana trgovine. Pored mogućnosti da odaberete datum kursne liste, postoji i mogućnost da odaberete da li želite „skraćenu“ ili „proširenu“ kursnu listu. Razlika je u tome da skraćena kursna lista navodi samo one emitente i vrijednosne papire kojima se određenog datuma zaista trgovalo, dok proširena kursna lista navodi sve uvrštene vrijednosne papire (bez obzira da li se na traženi dan sa njima trgovalo) sa zadnjim zvaničnim kursum.

Kolone kod kursnih lista imaju slijedeća značenja:

Naziv kolone	Značenje
Simbol	Oznaka serije vrijednosnog papira
Naziv emitenta	Naziv emitenta vrijednosnog papira
Srednji kurs	Službeni jedinstveni kurs vrijednosnog papira na predmetni dan
% Promjena	Procentualna promjena u odnosu na prethodni službeni jedinstveni kurs
Najbolja kupovna kupovna cijena	Cijena najpovoljnijeg kupovnog naloga nakon zatvaranja tržišta („Best Bid“)
Najbolja kupovna količina	Količina najpovoljnijeg kupovnog naloga nakon zatvaranja tržišta
Najbolja prodajna količina	Količina najpovoljnijeg prodajnog naloga nakon zatvaranja tržišta
Najbolja prodajna cijena	Cijena najpovoljnijeg prodajnog naloga nakon zatvaranja tržišta („Best Ask“)
Transakcije	Broj zaključenih transakcija sa predmetnim simbolom na predmetni dan
Količina	Trgovana količina kod predmetnog simbola na predmetni dan
Promet	Ostvareni promet u KM sa predmetnim simbolom na predmetni dan
Datum zadnje trgovine	Datum zadnje trgovine navedenim simbolom (interesantno samo kod proširenih kursnih lista; kod skraćenih kursnih lista ovo je izabrani datum kursne liste)
Cijena zadnje trgovine	Cijena po kojoj je zadnja transakcija predmetnog dana obavljena
Cijena otvaranja	Cijena na (inicijalnoj) aukciji otvaranja
Cijena zatvaranja	Cijena zadnje transakcije

Kako do informacija o indeksima koje SASE objavljuje?

Informacije o indeksima SASE se mogu pronaći pod TRŽIŠTE / OPĆE INFORMACIJE / INDEKSI SASE. Na ovoj stranici se nalazi spisak svih indeksa koje SASE izračunava i objavljuje, sa kratkim opisom namjene i specifičnosti indeksa, linkovima do aktuelnog sastava indeksa (učesnicima u indeksu), indeksnoj metodologiji i performansu indeksa za određeni period. Vrijednosti indeksa za određeni period se mogu eksportovati radi daljne obrade.

Gdje se nalazi lista profesionalnih posrednika („brokerskih kuća“) putem kojih mogu izdati naloge?

Trenutni spisak profesionalnih posrednika nalazi se na kraju ovog Vodiča, zajedno sa kontakt informacijama. Aktuelni spisak je moguće pronaći na web-stranici pod menijem SASE / ČLANOVI I DIONIČAR SASE / ČLANOVI SASE.

8. Najčešće zablude o Berzi i tržištu kapitala

Iako Sarajevska berza posluje već 15 godina, u dijelu javnosti i dalje postoje neka pogrešna shvatanja ili zablude o određenim aspektima njenog poslovanja, odnosno funkcionisanja tržišta kapitala generalno. Iz tog razloga smo u nastavku naveli one zablude sa kojima se u svom svakodnevnom poslovanju najčešće susrećemo, zajedno sa objašnjenjem i ispravkom.

Zabluda 1: Berza je državna (federalna) institucija odnosno organ uprave

Vrlo često se susrećemo sa mišljenjem da je Sarajevska berza – burza državna (entitetska) institucija ili javni organ.

SASE je dioničko društvo u 100% privatnom vlasništvu. Dioničari Berze su, pored brokerskih kuća i banaka, i druga pravna i fizička lica, između ostalih i tri institucije turskog tržišta kapitala (Istanbulска berza, turski registar vrijednosnih papira – MKK i Takasbanka). Aktuelna vlasniška struktura SASE dostupna je putem naše web-stranice, pod SASE / ČLANOVI I DIONIČARI SASE / DIONIČARI SASE.



Regulatorni nadzor nad poslovanjem i funkcionisanjem Berze sprovodi Komisija za vrijednosne papire FBiH.

Zabluda 2: Berza ima uvid u identitet klijenata koji trguju na njenom tržištu

Kao što je to praksa na gotovo svim berzama u svijetu, SASE nema uvid u identitet klijenata koji trguju na njenom tržištu. Klijenti su u toku unosa naloga i zaključivanja transakcija predstavljeni putem brojeva računa, koji su dodjeljeni od strane Registra vrijednosnih papira (RVP). RVP na osnovu izvještaja koje mu Berza dostavi vrši prebacivanje vrijednosnih papira sa računa prodavaca na račun kupaca, u postupku obračuna i poravnjanja.

U određenim situacijama Berza posjeduje informacije o identitetu klijenata – kod zakazivanja hibridnih načina trgovine (vanredne aukcije, javne ponude), a tu informaciju objavljuje na svojoj web-stranici.

Druga situacija kada Berza može saznati identitet klijenata jeste ukoliko u određenom slučaju preduzme vanredni nadzor poslovanja člana Berze. U ovom slučaju, informacije o identitetu nisu dostupne javnosti, nego isključivo nadležnim organima FBiH.

Zabluda 3: Berza preživljava samo zahvaljujući emisiji entitetskih v. p.

Bilo zbog nedovoljnog upuštanja u problematiku odnosno prostog neznanja, bilo iz drugih razloga, određeni pojedinci šire dezinformacije da bi bez emitovanih državnih (entitetskih) vrijednosnih papira, SASE propala.

Pogledajmo prihodovnu stranu i uticaj organizovanja aukcija trezorskih zapisa i obveznica za Federaciju Bosne i Hercegovine.

Po Cjenovniku SASE, koji je dostupan na našoj web-stranici, provizija za primarnu trgovinu (emisiju vrijednosnih papira) iznosi 0,005% od vrijednosti transakcije, a plaća je kupac i prodavac.

Kod redovne (sekundarne) berzanske trgovine, provizija za dionice je 0,15% od vrijednosti posla, a kod obveznica 0,1% (plaćaju je također i kupac i prodavac).

Da pojasnimo: Provizija za primarne emisije (primarne aukcije) koje Berza organizuje je 30 puta niža od provizije za sekundarnu trgovinu dionicama, a 20 puta niža od sekundarne trgovine obveznicama. Tako je udio prihoda od provizija za primarne emisije u 2016. godini činio svega 6,04% ukupnih prihoda od provizija za BTS trgovine, a 2015. godine samo 5,33%.

Iz ovoga je vidljivo da aukcije obveznica i trezorskih zapisa ni u kojem slučaju ne osiguravaju „preživljavanje Berze“.

Naravno, postavlja se pitanje zbog čega onda Berza ove aukcije organizuje? Odgovor je vrlo jednostavan: Na našem tržištu ima vrlo malo novih, „svježih“ vrijednosnih papira. Nudeći naš sistem trgovine za stvaranje novih vrijednosnih papira, nadamo se da će tržište u perspektivi osnažiti, i da će i drugi učesnici (prije svega kompanije) uvidjeti da je izdavanje vrijednosnih papira povoljan način prikupljanja kapitala za rast i razvoj.

Zabluda 4: Berza može istraživati i sankcionisati klijente brokerskih kuća zbog kršenja Pravila Berze ili zakonskih i podzakonskih akata koji regulišu tržište kapitala u FBiH

Berza je osnovana od strane osam brokerskih kuća koje su je osnovale kako bi imali regulisanu platformu za trgovinu. Uporedo sa osnivanjem, donesena su i Pravila, akt koji definiše osnovne detalje načina trgovine, uvrštenje i isključenje vrijednosnih papira sa tržišta, prava i obaveze članova Berze, kao i radnje zabranjene članovima Berze. Svaki novi profesionalni posrednik koji je primljen u članstvo na Berzi posebno se obavezuje na poštivanje ovih Pravila kao i svih drugih akata koji proizilaze iz njih.

Sarajevska berza ima nadzornu funkciju koja se isključivo odnosi na njene članove, i Berza može isključivo članove (i njihove uposlene) istraživati i po potrebi sankcionisati. Ukoliko u toku sprovođenja svog nadzora utvrdi da je došlo do kršenja zakonskih i podzakonskih akata od trećih lica (odnosno lica koja nisu članovi Berze niti njihovi zaposlenici) o tome obavještava nadležne organe FBiH.

Kao privatna kompanija, Berza nema ingerencija nad klijentima profesionalnih posrednika. Ona ne može prema njima provoditi istražne radnje, niti ih primoravati da joj daju bilo kakve informacije. Shodno tome, Berza ne može ni izricati sankcije klijentima, nego samo svojim članovima – profesionalnim posrednicima u skladu sa Pravilima Berze.

Zabluda 5: Zakon zabranjuje dogovorene transakcije na Berzi

Ponekad se iznosi tvrdnja da zakon zabranjuje dogovorene transakcije, a da se one ipak dešavaju na tržištu SASE. S tim u vezi treba istaći dva faktora:

Zakon o tržištu vrijednosnih papira u članu 233, stav (1) tačka b) navodi da je zabranjeno „dati nalog za kupovinu ili prodaju vrijednosnih papira znajući da je dat ili će biti dat nalog za prodaju ili kupovinu tih vrijednosnih papira od istog ili drugog lica po cijeni ili količini koja je ista ili približno ista radi stvaranja privida cijene ili aktivnog prometa“.

Obično se fokus stavlja na prvi dio ove tačke – zabrana davanja naloga sa istim količinama i cijenama Š., „dogovorena transakcija“ Ć, a da se drugi dio, bilo svjesno ili nesvjesno, zaboravlja – namjera stvaranja privida cijene ili aktivnost prometa. Sjetimo se da je osnovna bit manipulacije upravo stvaranje pogrešne ili nerealne slike na tržištu, obzirom na cijenu ili trgovani količinu nekog vrijednosnog papira. Samo „dogovaranje transakcija“ nije nužno problematično, nego namjera da se takvim ponašanjem stvara privid cijene ili aktivnog prometa, odnosno vještačke slike.

U pogledu Pravila Berze, zabranjeno je onemogućavanje drugim učesnicima ravnopravno učešće u transakcijama sa ciljem sprovođenja unaprijed dogovorenih transakcija.

Također je važno napomenuti da kod trgovine na Berzi **ne postoji garancija** da će neka eventualno prethodno dogovorena transakcija zaista biti i realizovana, budući da uvijek postoji mogućnost da se pojavi kupac koji će ponuditi višu odnosno prodavac koji će ponuditi nižu cijenu od one „dogovorene“.

Zabluda 6: Ako kompanija dođe na Berzu, odmah je neko može preuzeti

U dijelu javnosti preovladava mišljenje da čim neka kompanija bude uvrštena na Berzu, ona može biti preuzeta. Tu treba naglasiti da činjenica da je neka kompanija na berzi ne mijenja ništa kod vlasničkih odnosa unutar kompanije – ko je prije uvrštenja bio dioničar kompanije, ostaje to i nakon uvrštenja, ukoliko se on sam ne odluči da ponudi svoje dionice na tržištu.

Drugacije rečeno, ako se kompanija uvrsti na tržište, a niko od postojećih dioničara ne želi prodati svoje dionice, nema govora da se kompanija može od nekoga „preuzeti“.

Zabluda 7: Jedini način da se zaradi na Berzi jeste da poraste cijena kupljenih dionica / obveznica

Većina domaćih investitora upravo ovu tzv. kapitalnu dobit (=razliku između cijene po kojoj kupimo i po kojoj prodamo neki vrijednosni papir) predstavlja jedini način profitiranja od ulaganja u vrijednosne papire.

Vrlo često se zaboravlja da određene (bolje) kompanije redovno isplaćuju i dividendu, dok obveznice svojim vlasnicima donose kamate. Više detalja možete pronaći u ovom Vodiču, pod naslovom „Šta građani imaju od tržišta kapitala“.

Zabluda 8: Berza formira cijene v. p. kojima se trguje na tržištu

Vrlo često se tvrdi da sama Berza formira/određuje cijene kojima će se trgovati na tržištu.

Tačno je da se tržišne cijene formiraju **na** Berzi, ali **ne od strane** Berze. Tržišne cijene se formiraju na osnovu ponude i potražnje za vrijednosnim papirima, u skladu sa kriterijima koji su definisani u Pravilima Berze, na koji je vrhovni regulator tržišta kapitala dao svoju saglasnost. Ova Pravila se objavljaju u Službenim Novinama FBiH i javno su dostupna.

Zabluda 9: Privatizacijom putem Berze otvaraju se mogućnosti raznih malverzacija

Uporedo sa svakom najavom privatizacije putem Berze, politička opozicija u tom trenutku privatizaciju generalno, a posebno privatizaciju putem berze napada iz raznoraznih razloga.

Sarajevska berza se ne želi uključiti u diskusiju oko toga da li treba privatizirati ili ne; ovo je pitanje za ozbiljnu i smirenju diskusiju političkih i akademskih krugova ali i šire društvene zajednice.

Međutim, ako se već doneše odluka da se državni udio u nekoj kompaniji ponudi privatnom kapitalu, naš stav je da je ponuda putem tržišta kapitala odnosno Berze najtransparentniji i najefikasniji metod prodaje. Ovo se posebno odnosi na prodaju tzv. manjinskog vlasništva, gdje država kao prodavac realno ne može potencijalnim kupcima nametati obaveze zadržavanja djelatnosti, mjesta sjedišta, broja upo-

slenih i sl. Kod ovih prodaja, primarno je državni udio prodati po što povoljnijoj cijeni, i zbog toga je nadmetanje na berzanskom tržištu najefikasniji i najtransparentniji način. Najefikasniji jer omogućuje da, ukoliko ima više zainteresovanih strana, aukcijski način prodaje maksimizira prihode za državu, a najtransparentniji iz razloga što je praćenje eventualnog nadmetanja dostupno svim akterima na tržištu.

Međutim, prodaja putem Berze ne oslobođa prodavca – u ovom slučaju državu – potrebe da poduzme sve aktivnosti privlačenja potencijalnih investitora, primjera radi organizacijom međunarodnog roadshow-a, ili bar objavom prodaje u svjetskim finansijskim časopisima. Uz to, uzdržavanje od negativnih komentara o poslovanju kompanije koja se prodaje je naravno nešto što bi se trebalo samo po sebi podrazumijevati.

Zabluda 10: Špekulacija je isto kao i manipulacija, ona je zabranjena i štetna za tržište

U svakodnevnom jeziku, izrazi „špekulacija“ i „manipulacija“ se koriste vrlo često kao sinonimi, iako je njihovo značenje na tržištu kapitala opis potpuno različitih pojava.

Ako pogledamo termin špekulacija – on jednostavno opisuje ponašanje investitora koji određenu dionicu (ili drugi vrijednosni papir) kupi jeftino i očekuje da će ona brzo porasti, kako bi je on mogao prodati sa profitom. Špekulantи vrlo često imaju kratak horizont ulaganja – kupiti i brzo prodati (ako je na nekom tržištu dozvoljeno i short-selling odnosno prodaja u prazno, to može značiti i prodati dionice koje nemaš i kupiti ih čim padne cijena).

Špekulanti su sasvim legitimna grupa investitora. Špekulantи jednom tržištu daju likvidnost, oni omogućuju ostalim kategorijama investitora da lakše mogu kupiti/prodati vrijednosne papire. Naravno, za tržište je važno da ima svih vrsta investitora – ukoliko su isključivo špekulativni investitori na jednom tržištu to može dovesti do odbijanja ostalih grupa investitora.

Manipulacija sa druge strane je nastojanje/pokušaj da se određenim radnjama vještački utiče na cijenu ili promet određenog vrijednosnog papira. Te radnje mogu biti na samom tržištu (stvaranje vještačke slike situacije kod određenog vrijednosnog papira) ili mimo tržišta (širenjem lažnih i obmanjujućih informacija o poslovanju neke kompanije, primjera radi putem novinskih članaka, spam-mailovima, internet-forumima...). Dok špekulant kupi odredene vrijednosne papire i onda se nada da će njihova cijena porasti zbog okolnosti na tržištu, manipulant ih kupi i onda aktivno radi na tome da njihova cijena poraste.

Ne postoji do kraja tačna, dovoljno precizna definicija termina manipulacija, i odnos država prema manipulacijama se razlikuje u velikoj mjeri. U nekim državama bi primjera radi, stalno pojavljivanje određenih investitora u medijima sa tvrdnjama da je neka dionica potcijenjena i da vrijedi više već bila razlog za istragu protiv navedene osobe.

Zabluda 11: Cijena emitenta XY nije realna; ona vrijedi mnogo više / ona ne vrijedi toliko

Ponekad od nekih aktera na tržištu možemo čuti (ili pročitati) da je neka dionica potcijenjena / precijenjena. Ove tvrdnje se iznose sa manje ili više argumenata, i na njih treba primarno gledati kao na subjektivno mišljenje određenog investitora (osim ako osoba nema dozvolu za obavljanje poslova investicionog savjetovanja, ali u tom slučaju svoje preporuke neće dijeliti besplatno putem medija).

Oblast finansija koja se bavi procjenom vrijednosti kompanija je izuzetno kompleksna, i za razliku od onoga što se često tvrdi, NIJE EGZAKTNA. Postoje mnoštvo modela za procjenu vrijednosti, sa manje ili više kompleksnih metoda, ali sve su, u manjoj ili većoj mjeri bazirane na procjenama / prognozama. Tako je moguće da primjena jednog te istog modela vrednovanja kod različitih investitora rezultira u potpuno drugačijim vrijednostima. Tačnost rezultata ovih modela u velikoj mjeri zavisi od kvalitete procjena koje je analitičar uradio - primjera radi procjene budućih novčanih tokova i diskontnog faktora kod Discounted Cash Flow metode (DCF).

Iz tvrdnji navedenih eksperata obično nije moguće utvrditi koju metodu procjene oni koriste, te kako su došli do tih svojih procjena.

Gradani i investitori kod ovakvih tvrdnji trebaju biti redovno podozrivi, i da sebi postave jedno ključno pitanje: Ako je ovaj ekspert ubjeden u svoju procjenu vrijednosti određene dionice, jedini logičan korak bi bio da maksimalno ulaže u taj (potcjenjeni) vrijednosni papir, i da ne govori previše o tome dok se ne pozicionira u dovoljnoj mjeri kod njega. A kada ga dovoljno kupi, tek onda bi govorio o tome da je taj papir potcjenjen, kako bi ubjedio ostale investitore da ga potražuju, i time podignu cijenu za našeg eksperta.

Da li to znači da na tržištu nema precjenjenih / podcenjenih vrijednosnih papira? Apsolutno NE. Stvarna, unutrašnja („intrinzična“) vrijednost jedne dionice (po kojem god modelu ona bila izračunata) vrlo rijetko se podudara sa tržišnom vrijednošću, posebno na tržištima u razvoju gdje je izvještavanje emitentata nedovoljno ažurno, gdje investitori ulažu više po „osjećaju“ nego po opširnim analizama, gdje postoji nedovoljan broj analitičara koji prate dionice te gdje ne postoji dovoljan broj investitora zainteresovanih za određenu dionicu.

Kao pravilo obično važi – što je neki vrijednosni papir likvidniji (česta trgovina, veći broj transakcija, manje oscilacije cijena), njegova tržišna cijena je realnija. Ako se nekim vrijednosnim papirom rijetko trguje, u malim količinama i sa većim kolebanjima cijena – to je naznaka da tržišna cijena nije dovoljno formirana, i nju treba uzeti sa rezervom u svojim kalkulacijama.

Zabluda 12: Obaveza broker-a je da daju savjete i nude kupovinu / prodaju v. p.

Oblast savjetovanja klijenata o kupoprodaji vrijednosnih papira precizno je definisana zakonskim i podzakonskim aktima. „Običan“ broker vas ne smije savjetovati o povoljnosti kupovine ili prodaje određenih vrijednosnih papira, osim savjeta tehničke vrste (koji su nalozi mogući i kada se koriste, kakva su pravila Berze itd).

Investicioni savjetnici su fizička lica koja imaju odgovorajuću dozvolu izdatu od Komisije za vrijednosne papire. Oni poslju u okviru profesionalnih posrednika (brokerskih kuća), i njihovo savjetovanje je tačno regulisano, od procjene znanja klijenta, prezentacije investicionih strategija, ulagačkog horizonta, utvrđivanja preferensi za rizik i sl.



Zabluda 13: Berza svojim radom (ili neradom) ima presudan uticaj na berzanski promet

Mogući uticaj same berze na promet koji se ostvaruju je relativno ograničen. Glavni zadatak berze je da stvori efikasnu infrastrukturu za odvijanje trgovine na tržištu, uz poštivanje pravila berzanske trgovine od strane svih aktera na tržištu, a posebno profesionalnih posrednika. Berza se može, što je u prošlosti i činila, truditi da animira ostale učesnike na tržištu – kompanije, državu, investitore – za intenzivnije korištenje tržišta kapitala, ali ovdje se radi više o edukativnim nastojanjima. Za najveći broj projekata i aktivnosti koje je Berza poduzimala vrlo brzo se stvori prepreka u vidu zastarjele i/ili neadekvatne zakonske regulative, čija je izmjena u našim političkim konstelacijama vrlo dugotrajna i neizvjesna.

Postojanje jakog i razvijenog tržišta kapitala (čiji je berza samo istureni, najvidljiviji dio) je u primarnom interesu države. Jako i razvijeno tržište kapitala omogućuje povoljnije finansiranje privrede, veći rast i razvoj ekonomije, prodor novih ideja i praksi u domaći ekonomski prostor. Stoga je i glavni akcenat kod razvoja tržišta upravo na državi, na bržem donošenju kvalitetne zakonske i podzakonske regulative.

Zabluda 14: Berza samostalno propisuje pravila trgovanja i poslovanja na Berzi

Pravila trgovanja i poslovanja SASE su skup najboljih praksi berzanskog poslovanja u svijetu, prilagođen domaćem zakonskom i podzakonskom okviru. Osnovni akt koji bliže reguliše berzansko tržište su Pravila, koja su, na osnovu odredaba Zakona o tržištu vrijednosnih papira i podzakonskih akata, donesena od strane Skupštine dioničara Berze, i ista su dobila saglasnost od Komisije za vrijednosne papire FBiH. Svaka izmjena i dopuna ovog akta je također podložna saglasnosti regulatora, tako da je isključena mogućnost samovoljnog djelovanja Berze po ovom pitanju.

Zabluda 15: Berza može trgovati vrijednosnim papirima uvrštenim na Berzu

Berza ne može trgovati vrijednosnim papirima koji su uvršteni na njeno tržište. Trgovinu mogu obavljati samo profesionalni posrednici koji su članovi Berze. Član Berze može postati profesionalni posrednik koji ima odgovarajuću dozvolu Komisije za vrijednosne papire, koji je istovremeno i član Registra vrijednosnih papira u FBiH, i koji ispunjava određene pravne, kadrovske i tehničke preduslove.

Berzi je čak Zakonom o tržištu vrijednosnih papira zabranjeno da trguje vrijednosnim papirima bilo koje vrste.

Zabluda 16: Ulaganje u strane vrijednosne papire i valute putem on-line servisa je također regulisano i odobreno domaćim propisima

Vjerovatno ste ili čuli ili čak bili pozvani da prisustvujete nekoj prezentaciji na temu Ulaganje preko internetskih platformi (posebno agresivne su promocije za platforme koje nude trgovinu valutama na FOREX-u).

Iako organizatori često tvrde drugačije, morate biti svjesni da ova oblast nije regulisana domaćim propisima, ili je u određenim segmentima čak i zabranjena postojećim propisima:

- 1) Kod svih vrsta on-line transakcija, važan preduslov je da posrednik osigura sigurnost klijenta i njegovih sredstava. Iz tog razloga, obveza je da posrednik osigura fer, pouzdani i transparentan rad na trgovinskoj platformi, koja mora biti snažno zaštićena adekvatnim protokolima sigurnosti. Zaštita interesa klijenta je najvažnija, a to podrazumijeva poštivanje najzahtjevnijih regulatornih standarda s najvišom razinom sigurnosti. Da bi strani profesionalni posrednik obavljao pomenute poslove na našem tržištu potrebno je da prođe registraciju kod Komisije za vrijednosne papire FBiH. Trenutno zbog nepostojanja pod-

zakonskih akata *niti jedan strani profesionalni posrednik nije registrirao podružnicu niti poslovni subjekt u FBiH, niti posjeduje bilo kakvu dozvolu ili odobrenje za provođenje svojih aktivnosti na teritoriji FBiH.* Potencijalni ulagatelji trebaju biti maksimalno oprezni prilikom prihvatanja takvih ponuda s obzirom da Komisija za vrijednosne papire FBiH ne nadzire zakonitost poslovanja takvih društava, niti može utjecati na zaštitu prava i interesa ulagatelja koji poslovni odnos uspostavljaju sa pravnim ili fizičkim licima koji nemaju odgovarajuću dozvolu ili odobrenje Komisije.

- 2) Drugi problem je vezan za transfer novčanih sredstava. Shodno članu 18. Zakona o deviznom poslovanju u FBiH, nije zabranjeno vršiti plaćanja radi kupovine vrijednosnih papira na stranom tržištu kapitala *ukoliko je ta kupovina izvršena putem ovlaštenih sudionika na tržištu vrijednosnih papira u FBiH, u skladu sa propisima koji uređuju tržiste vrijednosnih papira, međunarodnim ugovorima i drugim posebnim propisima.* Budući da organizatori ovih platformi nisu registrovani kod Komisije za vrijednosne papire BiH, ulaganjem putem ovih platformi domaći rezident-fizička osoba krši spomenuti član 18 Zakona, te rizikuje izricanje novčane kazne u iznosu od 1.500 KM.

Legalni model ulaganja na stranim berzama postoji i regulisan je u formi trgovanja preko skrbničkih računa (Skrbnički račun je račun na kojem skrbnička banka vodi vlasničke pozicije vrijednosnih papira za račun treće osobe, na temelju ugovora o skrbništvu). Vrijedi napomenuti da je model trgovanja preko skrbničkog računa pogodan za investitore koji ulažu značajnija sredstva dok je za male ulagače uglavnom neutraktivan zbog velikih zavisnih troškova.

Pored gore navedenog legalan način investiranja na strana tržišta je putem SEE Linka koji trenutno obuhvata prostor bivše Jugoslavije i Bugarske, a uskoro i Rumunije i Grčke (vidi Poglavlje 4 ovog Vodiča)

Trgovina na regionalnim tržištima – SEE Link

Trgovina na regionalnim tržištima je do sada za domaće investitore bila prilično frustrirajuća i komplikovana aktivnost – trebalo je prvo putem raznih kanala identifikovati kompaniju u koju se željelo investirati, pronaći njihove finansijske izvještaje, zatim brokersku kuću na željenom tržištu kapitala i sa njom zaključiti ugovor o posredovanju, otvoriti račun kod lokalnog registra vrijednosnih papira itd.

Uspostavom South East European Link-a (SEE Link), stvari su se u dobroj mjeri pojednostavile.

SEE Link je projekat koji je 2014. godine pokrenut od strane berzi u Bugarskoj, Zagrebu i Skoplju, uz pomoć Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD). Cilj projekta je bio stvaranje regionalne infrastrukture za trgovinu vrijednosnim papirima na svim partnerskim tržištima. Ideja je bila da se bez spajanja ili korporativne integracije berzi dođe do povezivanja i približivanja tržišta kapitala u regionu jugoistočne Evrope, kako bi se povećala ukupna likvidnost tržišta, i istovremeno lokalnim investitorima omogućila jednostavna trgovina na svakoj od partnerskih berzzi.

Kod SEE Linka, lokalni investitor odlaskom kod svog lokalnog brokera može da pregleda stanje na svim regionalnim tržištima i da izda naloga za kupovinu/prodaju bilo kojeg vrijednosnog papira uvrštenog na ova tržišta. Dovoljno je samo da njegov broker ima uspostavljen ugovorni odnos sa jednom brokerskom kuću na željenom tržištu, i sve proceduralne stvari bi se završavale na relaciji brokera. Na ovaj način, investitori mogu mnogo lakše optimizirati svoje portfelje, učestvovati u performansu stranih kompanija i ostvarivati dodatne prinose.

SEE Link, u trenutku pisanja ovog Vodiča, povezuje sedam regionalnih tržišta kapitala, odnosno berze u Ljubljani, Zagrebu, Beogradu, Banja Luci, Skoplju, Sofiji i Sarajevu. To znači da i investitor iz BiH može vrlo lako trgovati na bilo kojem od ovih tržišta.

Investitori putem SEE Linka mogu ulagati u više od 1.200 kompanija, sa tržišnom kapitalizacijom većom od 52 milijarde US-\$, pri čemu im na raspolaganju stoe 32 investicijska društva (brokerske kuće).

Uspostavom SEE Linka došlo je do značajne integracije lokalnih tržišta kapitala, a da je pri tome svaka od berzi zadržala svoju samostalnost

10. Nekoliko generalnih savjeta kod ulaganja

Došli ste do samog kraja ovog Vodiča. Nadamo se da Vam je bio koristan, te da ste uspjeli naći odgovore na pitanja koja ste prije imali.

Ukoliko ste se odlučili pokušati uključiti u trgovinu vrijednosnim papirima, dozvolite nam za kraj nekoliko opštih savjeta vezano za trgovinu.

- Imajte realna očekivanja. Tržište kapitala nije kladiionica, niti lutrija. Tržište kapitala služi za ulaganje i oplodivljanje vaše uštědevine, a ne za „bogaćenje preko noći“. Nerealno je očekivati da će vam vaša investicija za mjesec dana donijeti 20%, 50%, 200% ili više – stvari tako ne funkcionišu.

- Nemojte ulagati sredstva koja vam mogu kratkoročno hitno zatrebatи. Ulaganje u vrijednosne papire je dugoročno isplativo, ali kratkoročno se može desiti da baš kada vam zatreba vaš novac, cijena dionice bude na istorijski niskom nivou.

- Nemojte se zaduživati da ulažete u vrijednosne papire. Ovo možda zvuči kao nešto što se podrazumijeva, ali nažalost određen broj gradana je 2006./2007. godine uzimao kredite kako bi ulagao špekulativno u dionice, te nakon izostanka očekivanog rasta ostao na ratama kredita.

- Nemojte se povoditi za savjetima rodbine, prijatelja i ostalih „stručnjaka“ da obavezno kupite određenu kompaniju, jer „njena vrijednost mora da poraste“. Radije ih pitajte kako su došli do tih saznanja, i procjenite koliko su njihove metode realne.

- Nemojte se isključivo fokusirati na porast vrijednosti dionica: Sjetite se da se ukupan povrat na uložena sredstva kod dionica sastoji iz dva dijela – kapitalne dobiti (razlike između kupovne i prodajne cijene) i dividendnog prinosa. Ulaganjem u kompanije koje redovno isplaćuju dividende možda ne ostvarite neku kapitalnu dobit, ali za vrijeme posjedovanja tih dionica ostvarujete redovne primitke.

- Prije nego što uložite u neku kompaniju, pogledajte njihove finansijske izvještaje, uporedite promjene ključnih pokazatelja iz godine u godinu; provjerite koliko su ažurni u objavi informacija; kakva im je web-stranica; kakav je njihov „imidž“ među vaših prijateljima, rodbini...

- Ako Vam je ulaganje u dionice za početak previše rizično, pozabavite se prvo obveznicama.

- Ako želite da ulažete u vrijednosne papire, a nemate dovoljno vremena da pratite dešavanja na tržištu, razmislite o ulaganju u neki investicioni fond, bilo otvoreni ili zatvoreni. Informišite se o njihovom performansu, koliko su isplaćivali dividendi / udjela u dobiti svojim vlasnicima, te kakvo je kretanje cijena njihovih dionica, odnosno njihove neto-vrijednosti.



When Recognition Matters

CERTIFICATE

PECB hereby certifies that the management system of

**Sarajevska berza-burza
vrijednosnih papira d.d**

Doke Mazalića 4/I, Sarajevo, Bosnia and Herzegovina

*Has been assessed and found to be in accordance
with the management system requirements in*

ISO 22301:2012

Certification Scope:

**Business continuity management of intermediation in securities
trading**

Eric Lachapelle
CEO

Montréal	2017-06-15
Certificate No.	C194-BCMS4-06-17
Certified since	2017-06-15
Valid from	2017-06-15
until	2020-06-14

Faton Aliu
President and COO

**Subject to annual surveillance audits*

This assessment and certification was conducted in accordance with the PECB auditing and certification procedures

This certificate can be validated by email request at: ms@pecb.com
www.pecb.com



PECB
6683 Jean Talon E, Suite 336
Montréal H1S 0A5, QC, Canada
+1 844 426 7322



CERTIFIKAT

Za sistem upravljanja prema
ISO 9001 : 2015

U skladu s TÜV NORD CERT procedurama, potvrđuje se da



SARAJEVSKA BURZA – BURZA VRIJEDNOSNIH PAPIRA d.d. Sarajevo
Đoke Mazalića 4/l
71000 Sarajevo
Bosna i Hercegovina

primjenjuje sistem upravljanja u skladu s gore navedenim standardom za slijedeći opis djelatnosti

Posredovanje u trgovini vrijednosnim papirima
Prodaja informacija o trgovani
Objavljivanje značajnih informacija emitentata kojima se trguje na Berzi

Registarski broj certifikata 44 100 15430032
Broj izvještaja 10018285

Važe od 2018-06-04
Važe do 2021-06-03
Prva certifikacija 2015

Čaldarovićs
Služba izdavanja certifikata
pri TÜV NORD CERT GmbH

Zagreb, 2018-06-04

Certifikacija je provedena u skladu s TÜV NORD CERT procedurama za auditiranje i certificiranje i predmet je redovnih nadzornih auditova.

TÜV NORD CERT GmbH

Langemarckstraße 20

45141 Essen

www.tuev-nord-cert.com





CERTIFICATE

Management system as per
ISO/IEC 27001 : 2013

In accordance with TÜV NORD CERT procedures, it is hereby certified that

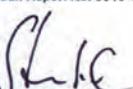
Sarajevska berza - burza vrijednosnih papira d.d.
Đoke Mazalića 4/l
71 000 Sarajevo
Bosnia and Herzegovina

applies a management system in line with the above standard for the following scope

Information security management in intermediation in securities trading, sale of trading information and publishing of disclosure documents of issuers listed on the Exchange, acc. SoA from 13.06.2016

Certificate Registration No. 44 121 161752
Audit Report No. 3519 1882

Valid from 2016-12-12
Valid until 2019-12-11
Initial certification 2016


Certification Body
at TÜV NORD CERT GmbH

Essen, 2016-12-12

This certification was conducted in accordance with the TÜV NORD CERT auditing and certification procedures and is subject to regular surveillance audits.

TÜV NORD CERT GmbH

Langemarckstraße 20

45141 Essen

www.tuev-nord-cert.com



Sarajevska berza-burza d.d. Sarajevo
Tel: +387 33 251 460 i 033 251 462
Fax: +387 33 559 – 460
Email: contact@sase.ba
Web adresa: www.sase.ba