

DOI: 10.7251/GFP16209D

UDC: 336.761:334.72.021(497.6)

Pregledni naučni rad*Datum prijema rada:*
17. maj 2016.*Datum prihvatanja rada:*
8. jun 2016.

Infrastruktura tržišta kapitala Republike Srpske

Rezime: Pored ekonomskih i političkih okolnosti i pravne tradicije određene zemlje, u svijetu internacionalizacije tržišta kapitala i širenja ponude finansijskih instrumenata, bazično pitanje, je uređivanje adekvatne infrastrukture tržišta kapitala koja će obezbijediti ne samo zaštitu interesa svih učesnika, već i izgradnju povjerenja u finansijske tokove i održavanje stabilnosti cjelokupnog finansijskog sistema. Prihvatajući međunarodne standarde, infrastruktura tržišta kapitala, u većini zemalja, je uređena na način, da se uspostavlja posebno tijelo koje reguliše, nadzire i unapređuje tokove na tržištu kapitala, prepoznato pod nazivom komisija za hartije od vrijednosti, te određuju ovlašteni učesnici i stroga pravila odvijanja tokova na tržištu kapitala. Posmatrajući statusni aspekt i ulogu učesnika na tržištu kapitala, proces trgovine se odvija na relaciji: emitent-a hartija od vrijednosti od kojeg potiče cio tržišni proces i koji na tržištu kapitala ima ulogu koju proizvođač robe ima na robnom tržištu; trgovca hartijama od vrijednosti, lica koje se profesionalno bavi preprodajom hartijama od vrijednosti; organizatora tržišta, lica koje obavlja djelatnost organizovanja trgovine hartijama od vrijednosti i investitora (ulagača kapitala), lica koji na ovom tržištu, ima ulogu koju potrošač ima na robnom tržištu. Posebno mjesto u infrastrukturi tržišta kapitala, pripada centralnom depou hartija od vrijednosti, kao posebnoj instituciji koja obezbjeđuje pouzdanost, povjerljivost i sigurnost podataka o hartijama od vrijednosti, vlasništvu na hartijama od vrijednosti i njihovom prometu. Cilj ovog rada je, uz primjenu naučnih metoda, istražiti infrastrukturu tržišta kapitala i ulogu ovlašćenih učesnika na tržištu kapitala u Republici Srpskoj, polazeći od zakonskih rješenja u Republici Srpskoj i međunarodnih standarda u ovoj oblasti.

Ključne riječi: tržište kapitala, Republika Srpska, učesnici na tržištu kapitala.

*Doc. dr***Zorica Drljača***Docent, Fakultet pravnih nauka, Panevropski univerzitet Apeiron Banja Luka
drljacam1@teol.net***UVODNI DIO**

Od svih tržišta na kojima se sučeljavaju ponuda i tražnja za određenom vrstom robe ili usluga, najosjetljivija, najviše regulisana i najviše kontrolisana su finansijska tržišta. Neka opšta definicija koja se može izvesti iz osnovnih karakteristika i elemenata finansijskog tržišta, mogla bi da glasi: to je mjesto

gdje se susreću ponuda i tražnja finansijskih sredstava.¹ Finansijska sredstva predstavljaju novac kao specifičnu robu gdje ne dolazi do direktne isporuke robe prilikom kupoprodaje, već se promet vrši korištenjem finansijskih instrumenata koji predstavljaju ugovore iz kojih proističu prava i obaveze iz određenog finansijskog odnosa. Predmet tog ugovora su hartije od vrijednosti koje predstavljaju obavezu izdavaoca (emitenta) hartije od vrijednosti prema njenom imaoču (vlasniku hartije od vrijednosti). U zavisnosti od vrste finansijskih instrumenata i načina trgovanja, najznačajnija podjela finansijskog tržišta je na tržište novca i tržište kapitala. Tržište novca obuhvata finansijske transakcije sa finansijskim instrumentima čiji je originalni rok dospijeca do jedne godine. Osnovni učesnici na ovom tržištu su banke i ovo tržište obezbijeduje likvidnost i solventnost privrednim subjektima.² Na tržištu kapitala trguje se finansijskim instrumentima sa rokom dospijeca dužim od jedne godine, kao i korporativnim vlasničkim finansijskim instrumentima. Po nekim tumačenjima, razlika između tržišta novca i tržišta kapitala nije uvijek sasvim jasna iz razloga što je dugoročne finansijske instrumente moguće prodati u roku kraćem od jedne godine i što je u poslednjoj godini njihov rok dospijeca ispod jedne godine. Druga značajna podjela finansijskih tržišta je prema kriterijumu prometovanja u zavisnosti da li se finansijski instrumenti koji su predmet određene finansijske transakcije u prometu nalaze prvi put ili se radi o preprodaji ranije emitovanog finansijskog instrumenta. Prema ovom kriterijumu, finansijsko tržište se djeli, na primarno i sekundarno. Primarno obuhvata promet finansijskih instrumenata između originalnog emitenta i prvog investitora, tržišta gdje emitent prikuplja dodatna finansijska sredstva, dok sekundarno tržište obuhvata sve kasnije kupoprodaje već emitovanog finansijskog instrumenta.³ I na ovom tržištu, je prisutan klasičan pristup odnosa ponude i tražnje, odnos prodavca i kupca koji stupaju u kupoprodajni odnos, dok je centralno pitanje, cijena kapitala. Cijena kapitala uvijek ima tendenciju suprotnih interesa, kupac nastoji da kapital kupi po što je moguće nižoj cijeni, a prodavac nastoji da proda kapital po što većoj mogućoj cijeni. Od uređivanja na koji način se postiže saglasnosti kupca i prodavca i na kojem stepenu, zavisi i uspjehnost funkcionisanja tržišta kapitala. Ostvarivanje optimalnog interesa i jedne i druge strane u odnosima na tržištu kapitala predstavlja cjelokupnu filozofiju tržišnih odnosa i svih učesnika na tržištu kapitala. Ovo jeste filozofija tržišnih odnosa, ali treba imati u vidu, da je tržište kapitala samo dio ukupnog finansijskog sistema jedne države, koji predstavlja vitalni dio cjelokupnog privrednog sistema, jer finansijska tržišta predstavljaju finansijsku okolinu u kojoj djeluju i rade privredni subjekti.⁴ Ukoliko su finansijska tržišta razvijenija, funkcionalnija i organizovanija, međusobna saradnja je lakša, sigurnija i produktivnija, što predstavlja krajnji cilj koji dovodi do razvoja i poboljšanja standarda i dobrobiti cijele društvene zajednice.

Radikalne promjene u vidu brzog razvoja informacionih tehnologija, inovativnih i dematerijalizovanih (elektronskih) finansijskih proizvoda, novi automatizovani sistemi trgovanja i koncentracija investicione moći unutar institucija, vodile su naglašenju globa-

¹ Orsag S. (2011). Vrijednosni papiri, investicije i instrumenti finansija. Sarajevo: Revicon, str. 4

² Vunjak N., Kovačević Lj. (2003). Finansijsko tržište berze i brokeri. Subotica: Ekonomski fakultet, str. 15

³ Vasiljević M., Vasiljević B., Malinić D. (2008). Finansijska tržišta. Beograd, Komisija za hartije od vrijednosti, str. 323

⁴ Horne, James. C. & Walchowish, John. M. (2012). Osnove finansijskog menadžmenta, deveto izdanje. Zagreb: MATE, str. 22-26

lizaciji finansijskih tržišta, sa elementima prekograničnih investicija i međunarodne trgovine. Globalizacija tržišta kapitala, nametnula je potrebu jedinstvenog načina uređivanja svih nacionalnih tržišta, određivanjem međunarodnih standarda u pogledu regulacije i izgradnje infrastrukture ovog tržišta koji imaju za cilj zaštitu integriteta tržišta kapitala i zaštitu interesa svih učesnika. Samo regulisanje tržišta kapitala, u najvećem broju zemalja povjereno je posebnom tijelu koje se najčešće naziva komisija za hartije od vrijednosti i određivanjem ovlaštenih učesnika jer se na taj način obezbjeđuje prometovanje kapitala pod jednakim uslovima za sve učesnike, bez direktnog uticaja izvršne vlasti. Veliki značaj u razvoju i unifikaciji principa regulacije tržišta kapitala ima Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrijednosti (IOSCO), osnovana 1983. godine, sa sjedištem u Madridu. Ključni dokument ove međunarodne organizacije u razvoju regulacije tržišta kapitala su Ciljevi i principi regulisanja tržišta hartija od vrijednosti (usvojeni 1998. godine), koji su postali osnovni standard za uređenje svih nacionalnih tržišta i Memorandum o razumijevanju iz 2002. godine, multilateralni dokument, čija je svrha da omogući razmjenu informacija i iskustva nacionalnih komisija kod primjene opštih ciljeva i principa uređenja tržišta kapitala. O potrebi uređivanja nacionalnih tržišta u skladu sa međunarodnim standardima, govori i činjenica da su mjerila uspjeha u razvoju finansijskog tržišta koje primjenjuje Evropska banka za obnovu i razvoj: razvijen regulatorni okvir usklađen sa međunarodnim principima i standardima i zakonodavstvom EU; izgrađene institucije u okviru infrastrukture tržišta kapitala; kritična masa hartija od vrijednosti privatnih emitenata; zaštita manjinskih prava i pojava nebankarskih institucija (investicioni fondovi, osiguravajuće kuće, penzioni fondovi).⁵

TRŽIŠTE KAPITALA U REPUBLICI SRPSKOJ

Tržište kapitala u BiH, odražava ustavno uređenje i organizaciju BiH, kao složene državne zajednice, koju prema članu 1. tačka 3. Ustava BiH, čine dva entiteta, Republika Srpska i Federacija BiH,⁶ a koji su entitetskim ustavima, ovalašteni da uređuju tržište kapitala na području svog entiteta.⁷ Osnovno pitanje kod uspostavljanja i razvoja tržišta kapitala u BiH, kao i kod drugih država Jugoistočne i Centralnoistočne Evrope, bilo je provođenje privatizacije državnog kapitala u preduzećima. Postupak privatizacije kao najznačajnija tranzicijska promjena, zahtijevala je uspostavljanje novih temelja tržišne ekonomije kroz privatna vlasništva, liberalizaciju cjelokupnog ekonomskog okruženja, uspostavljanje novog finansijskog sistema, stvaranje korporativnog poslovnog ambijenta u kome se afirmiše bazična uloga tržišta kapitala i finansiranje preduzeća, što je preduslov razvoja primarnog i sekundarnog tržišta hartija od vrijednosti, u suštini, utvrđivanje pravila regulacije tržišta kapitala i uspostavljanje infrastrukture tržišta, koje će biti konkurentno inostranim tržištima. Proces privatizacije na teritoriji BiH, započeo je 1990. godine, poznat

⁵ Jerinić, Z. (2012). Finansijska tržišta i finansijski posrednici. Beograd: Univerzitet Singidunum, str.74

⁶ Opšti okvirni sporazum za mir (Dejtonski sporazum) je usaglašan 21. novembra 1995. godine u vazduhoplovnoj bazi Vraji Paterson u gradiću Dejton (SAD), a potpisan 14. decembra 1995. godine u Parizu. Sam sporazum se sastoji od 11 dijelova, a Aneks 4 predstavlja Ustav BiH.

⁷ Član 68. Stav 6. Ustava Republike Srpske -Službeni glasnik Republike Srpske, br. 21/92 – prečišćeni tekst, 28/94, 8/96, 13/96, 15/96, 16/96, 21/96, 21/02, 26/02, 30/02, 31/02, 69/02, 31/03, 98/03, 115/05, 117/05) i član 1. t.c) Poglavlje III Ustava Federacije BiH- Službene novine FBiH, br:1/94, 13/97, 16/02,22/02,52/02,63/03,9/04,20/04,33/04,71/05,72/05 i 88/08.

kao "Markovićeve privatizacija", polazila je od principa radničkog akcionarstva, odnosno od principa, da radnici koji su radili u tadašnjim državnim preduzećima otkupe akcije tog preduzeća i postanu njegovi akcionari. Privatizacioni proces, zbog poznatih ratnih događaja, u BiH, je zaustavljen, a prvi zakoni o nastavku privatizacije u entitetima su doneseni 1997. godine, čija primjena nije ni zaživjela, tako da su osnovni principi utvrđeni Okvirnim zakonom o privatizaciji preduzeća i banaka na nivou BiH 1998. godine, koji je nametnut od strane Kancelarije visokog predstavnika u BiH.⁸ U Republici Srpskoj, pored navedenog Okvirnog zakona, pravni okvir, su činili: Zakon o privatizaciji državnog kapitala, donesen 1998. godine, koji je prestao da važi donošenjem novog Zakona o privatizaciji državnog kapitala u preduzećima (2006),⁹ Zakon o privatizaciji državnog kapitala u bankama,¹⁰ Zakon o privatnim investicionim fondovima i društvima za upravljanje,¹¹ kojim su utvrđeni uslovi i definisana uloga privatnih investicionih fondova koji su prikupljali vaučere podijeljene građanima i vršili zamjenu vaučera za akcije preduzeća koja se privatizuju. U cilju uspostavljanja infrastrukture tržišta kapitala i osnovnih institucija na ovom tržištu, donesen je Zakon o hartijama od vrijednosti,¹² kojim je uspostavljena Komisija za hartije od vrijednosti, definisani ovlašteni učesnici na tržištu hartija od vrijednosti, poslovi i trgovina hartijama od vrijednosti, uslovi za osnivanje i rad berze, dok je osnivanje i način rada Centralnog registra hartija od vrijednosti, uređen Zakonom o centralnom registru hartija od vrijednosti.¹³ Zaokruživanjem pravnog okvira iz ove oblasti, kojom su uspostavljene osnovne institucije tržišta kapitala i kroz proces privatizacije obezbijedena kritična masa hartije od vrijednosti, tržište kapitala u Republici Srpskoj, uspostavljeno je u martu 2002. godine. Pored obaveza koje su vezane za proces tranzicije i provođenja strukturnih reformi u ovom procesu, postojale su i obaveze koje je BiH preuzela, usvajanjem Rezolucije Parlamentarne skupštine BiH o evropskim integracijama i Akta o stabilnosti za jugoistočnu Evropu koji su odredili da je strateški cilj BiH ulazak u Evropsku uniju,¹⁴ što je i potvrđeno 2008. godine, potpisivanjem privremenog Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju između Evropskih zajednica i BiH.¹⁵ Ovakvo opredjeljenje, nametnulo je i obavezu ispunjavanja političkih, pravnih i ekonomskih uslova prema pravilima Evropske unije, koja se odnose na postojanje tržišne ekonomije i sposobnost privrednih subjekata da izdrže konkurenciju na unutrašnjem tržištu EU, čiji su osnovni elementi slobodan protok ljudi, roba, kapitala i sloboda pružanja usluga u uslovima konkurencije. Slobodan protok kapitala odnosi se

⁸ Okvirni zakon o privatizaciji preduzeća i banaka na nivou Bosne i Hercegovine- Službeni glasnik BiH, br. 14/98, 14/00, 16/02 i 88/05.

⁹ Zakon o privatizaciji državnog kapitala -Službeni glasniku Republike Srpske, br. 24/98. Zakon prestao da važi donošenjem novog Zakona o privatizaciji državnog kapitala u preduzećima- Službeni glasnik Republike Srpske, br. 51/06.

¹⁰ Zakon o privatizaciji državnog kapitala u bankama- Službeni glasnik Republike Srpske, broj 24/98, 5/99, 18/99 i 70/01.

¹¹ Zakon o privatnim investicionim fondovima i društvima za upravljanje -Službeni glasnik Republike Srpske, br. 24/98.

¹² Zakon o hartijama od vrijednosti-Službeni glasnik Republike Srpske, br. 24/98.

¹³ Zakon o Centralnom registru hartija od vrijednosti- Službeni glasniku Republike Srpske, br. 24/98.

¹⁴ Rezolucija Parlamentarne skupštine BiH o evropskim integracijama- Službeni glasnik BiH, br. 3/99.

¹⁵ Privremeni Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju između Evropskih zajednica i Bosne i Hercegovine- Službeni glasnik BiH, br. 10/08.

na zabranu ograničenja kretanja kapitala (investicija) i plaćanja (za robu i usluge), osim ograničenja koja predstavljaju uvođenje zaštitnih mjera u slučaju kada kapitalni tokovi u ili iz trećih država mogu uzrokovati ozbiljne poteškoće za ekonomsku i monetarnu Uniju¹⁶. U tom pravcu, uvažavajući zahtjeve evropskih integracija, a prije svega, osnovne principe i standarde Međunarodne organizacije komisija za hartije od vrijednosti, nastavljen je dalji proces razvoja i usavršavanja tržište kapitala u Republici Srpskoj. Tako je, 2006. godine, donesen Zakon o tržištu hartija od vrijednosti,¹⁷ kao sistemski zakon koji sublimiše sva pitanja koja su bila utvrđena Zakonom o hartijama od vrijednosti i Zakonom o centralnom registru čija primjena prestaje 2006. godine, Zakon o investicionim fondovima,¹⁸ koji reguliše način poslovanja investicionih fondova kao vrlo značajnih investitora na ovom tržištu i kada prestaje primjena Zakona o Privatnim investicionim fondovima i društvima za upravljanje iz 1998. godine. Za funkcionisanje ovog tržišta, bitno je naglasiti i donošenje Zakona o privrednim društvima,¹⁹ kojim se, između ostalog, uređuje korporativni način upravljanja, te Zakon o preuzimanju akcionarskih društava.²⁰

Stepen razvijenosti tržišta kapitala u Republici Srpskoj i usaglašenost regulative tržišta kapitala sa međunarodnim principima, potvrđuje činjenica da je Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske, postala članica Međunarodne organizacije komisija za hartije od vrijednosti 2001. godine, a Centralni registar hartija od vrijednosti Republike Srpske, član Međunarodne asocijacije registara, depozitora i klirinških kuća centralne i zapadne Evrope (CEECSDA) 2002. godine i član Evropske Asocijacije centralnih depozitara hartija od vrijednosti (ECSDA) januara 2006. godine. Međutim, i pored prijema u članstvo međunarodnih organizacija ključnih institucija infrastrukture tržišta kapitala u Republici Srpskoj, prema klasifikaciji FTSE Global Equity Index Series,²¹ tržište kapitala Republike Srpske još uvijek pripada grupi rubnih tržišta (frontier markets), koja predstavljaju tržišta u razvoju. Karakteristike rubnih tržišta su otvorenost i dostupnost za strane investitore, ali i moguća veća ekonomska i politička nestabilnost, potencijalni veći dugoročni povrat i mala korelacija sa drugim tržištima. Sve ovo ukazuje, da u Republici Srpskoj postoji normativno-pravni okvir usaglašen sa međunarodnim principima i standardima iz oblasti tržišta kapitala, ali da to nije dovoljno s obzirom na stanje u privredi, jer ovo tržište predstavlja finansijsku okolinu u kojoj djeluju i rade privredni subjekti, što svakako zahtijeva veći stepen privrednog razvoja.

¹⁶ Opširnije: Lopandić, D. (2003). Osnivački ugovori Evropske unije. Beograd: Kancelarija za pri-
druživanje Srbije i Crne Gore Evropskoj uniji, str. 76

¹⁷ Zakon o tržištu hartija od vrijednosti- Službeni glasnik Republike Srpske, br. 92/06, 34/09, 30/12,
59/13 i 108/13.

¹⁸ Zakon o investicionim fondovima - Službeni glasnik Republike Srpske, br. 92/06.

¹⁹ Zakon o privrednim društvima -Službeni glasnik Republike Srpske, br. 127/08,58/09, 100/11 i
67/13:

²⁰ Zakon o preuzimanju akcionarskih društava –Službeni glasniku Republike Srpske, br. 65/08,
92/09 i 59/13.

²¹ FTSE Global Equity Index Series pokriva preko 8.000 hartija od vrijednosti u 48 različitih zemalja i preko 98% svjetske tržišne kapitalizacije, pokriva svu imovinu i sve sektore relevantne za potrebe investitora u svijetu, izvor://www.ftse.com/products/indices/geis-series

OSNOVNI ELEMENTI INFRASTRUKTURE TRŽIŠTA KAPITALA U REPUBLICI SRPSKOJ

Infrastruktura tržišta kapitala u Republici Srpskoj, kao i kod većine zemalja u okruženju i šire, uspostavljena je na način, da se aktivnosti na ovom tržištu, odvijaju pod nadzorom posebnog regulatornog tijela Komisije za hartije od vrijednosti (u daljem tekstu: Komisija) i jasno definisanom ulogom ovlaštenih učesnika bez kojih ovo tržište ne bi moglo da funkcioniše. Ako posmatramo cijeli ciklus aktivnosti na tržištu kapitala, koji se odvija između emitenta kao „proizvođača“ i investitora kao „potrošača“, način sučeljavanja ponude i tražnje posredstvom profesionalnih trgovaca na organizovanom tržištu, kao osnovne elemente, možemo izdvojiti da su to: emitent, berzanski posrednici, organizator tržišta i investitori, sa posebnom ulogom Komisije. U ovoj infrastrukturi, posebno mjesto pripada i Centralnom registru hartija od vrijednosti (u daljem tekstu: Centralni registar), jer se radi o trgovini bespapirnim hartijama od vrijednosti koje ne postoje u obliku komada hartije, već postoje kao elektronski zapis o pravima ulagača prema emitentu koji je evidentiran u centralnoj evidenciji hartija od vrijednosti.²² O formi hartija od vrijednosti koje su predmet trgovine na ovom tržištu i značaju Centralnog registra, upućuje i član 2. Zakona o tržištu hartija od vrijednosti, koji glasi: „hartija od vrijednosti je prenosiva isprava u nematerijalizovanom obliku, elektronskom zapisu, emitovana u seriji na osnovu koje vlasnici ostvaruju pravo prema emitentu u skladu sa zakonom ili odlukom o emisiji.“ Iz ove definicije proizilazi i da je dematerijalizacija hartija od vrijednosti u Republici Srpskoj prinudna, jer se tek nakon upisa hartija od vrijednosti u Centralnom registru i dostavljanja izvještaja berzi ili drugom uređenom javnom tržištu o upisu hartija od vrijednosti u Centralni registar, može trgovati hartijama od vrijednosti, što naglašava i ulogu Centralnog registra kao nezaobilanog elementa u infrastrukturi tržišta kapitala.²³

Komisija za hartije od vrijednosti

Komisija kao regulatorni, nadzorni i kontrolni organ tržišta kapitala, osnovana je 15. jula 1998. godine, dok su članovi Komisije izabrani na sjednici Narodne skupštine 4. maja 2000. godine. Komisija je osnovana zakonom (tada važećim Zakonom o hartijama od vrijednosti), kao stalno i nezavisno tijelo, sa statusom pravnog lica, koje uređuje i kontroliše emitovanje i promet hartija od vrijednosti. Nezavisnost Komisije se može posmatrati sa aspekta institucionalne, personalne i finansijske nezavisnosti. Institucionalna nezavisnost se potvrđuje činjenicom da je Komisija osnovana zakonom i da se zakonom utvrđuje nadležnost Komisije.²⁴ Personalna nezavisnost Komisije u širem smislu se odnosi i na članove Komisije i stručno osoblje, a to znači, da oni ne mogu biti izloženi pritiscima i uticajima bilo koje

²² Opširnije: Vitez, M. (2000). Berze hartija od vrijednosti i berzanski poslovi. Subotica: Ekonomski fakultet. str. 106-119

²³ Opširnije: Drljača, Z. (2015), Hartije od vrijednosti i ugovori robnog prometa: Banja Luka: Panevropski univerzitet Apeiron, str. 49

²⁴ U nekim državama, Komisiju osniva vlada što znači da je Komisija vladina organizacija (npr. Austrija). Iako se jasno definiše oblast djelovanja Komisije, njena nezavisnost i institucionalni koncept znatno su umanjeni u odnosu na rješenja gdje skupština bira članove Komisije, jer se neposredna politička zavisnost u odnosu na vladu teško može izbjeći. Najmanji stepen nezavisnosti imaju Komisije koje se nalaze u sastavu Ministarstva finansija i gdje regulatornu ulogu ima ministarstvo (npr. Švedska). U slučaju da Komisiju imenuje vlada, nezavisnost Komisije je sužena sa aspekta finansijske nezavisnosti, jer se Komisija finansira iz državnog budžeta.

vrste, ni u pripremi odluka Komisije, ni u samom odlučivanju. U užem smislu, personalna nezavisnost se vezuje samo za članove Komisije, što se obezbjeđuje samim procesom izbora članova Komisije koji je javan, sa strogo postavljenim uslovima u pogledu ličnog, profesionalnog i moralnog integriteta članova Komisije. Članovi Komisije se ne biraju odjednom, nego u sukcesivnim godinama, tako da im mandati ne prestaju u isto vrijeme. Na ovaj način se obezbjeđuje kontinuitet u radu Komisije i mehanizam, da skupštinska većina za vrijeme svog mandata, može da promijeni samo članove Komisije, kojima prestaje mandat. Finansijska samostalnost, predstavlja pečat ukupne nezavisnosti Komisije, a to podrazumijeva, da Komisija nije budžetski korisnik i da se finansira od naknada i takse koje naplaćuju za svoje usluge.

Komisija ima pet članova (predsjednik, zamjenik predsjednika, i tri člana) koje bira Narodna Skupština Republike Srpske, na osnovu prethodno provedenog javnog konkursa i prijedloga predsjednika Republike Srpske. Mandat članova Komisije je pet godina, i ne postoji ograničenje da se isto lice više puta imenuje u sastav Komisije. Članovi Komisije ne mogu obavljati druge poslove koji bi mogli uticati na njihovu samostalnost, nepristrasnost, društveni ugled i na ugled Komisije.²⁵ Pored ograničenja koja su određena kao zabrana kod imenovanja članova Komisije, članovi Komisije, kao i zaposleni u Komisiji, ne mogu učestvovati u trgovini hartijama od vrijednosti, ne mogu davati savjete o hartijama od vrijednosti i dužni su da čuvaju podatke o izdavaocima hartija licima nad kojima Komisija vrši nadzor i druge podatke i činjenice u skladu sa pravilima vršenja funkcije člana Komisije.

U organizacionom smislu, Komisije se uvijek sastoji iz dva dijela: funkcionerskog dijela koji čine članovi Komisije i stručnih službi, što se može vidjeti na slici 1.



Slika 1. Organizaciona struktura Komisije izvor: www.sec.rs.ba

²⁵ U članu 248. Zakona naglašeno je da članovi Komisije ne mogu biti: 1) članovi političkih partija i učestvovati u političkim aktivnostima koje su nespojive sa radom u Komisiji, 2) članovi organa zakonodavne, izvršne ili sudske vlasti, nadzornog ili upravnog odbora bilo kojeg akcionarskog društva ili preduzeća za poslovanje hartijama od vrijednosti, 3) ne mogu obavljati bilo koji drugi posao uz naknadu, izuzev naučnih, istraživačkih i predavačkih aktivnosti, 4) posjedovati, direktno ili indirektno, više od 5% akcija bilo kojeg akcionarskog društva ili preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti, i 5) obavljati djelatnosti ili provoditi aktivnosti koje su u suprotnosti sa načelima zaštite investitora ili samostalnosti Komisije.

Način rada Komisije je rad u sjednicama, iako su članovi Komisije u stalnom radnom odnosu. Komisija punovažno odlučuje većinom glasova ukupnog broja članova, a član Komisije ne može biti uzdržan od glasanja. Komisija u rješavanju u upravnim stvarima supsidijarno primjenjuje odredbe Zakona o opštem upravnom postupku, ukoliko drugačije nije određeno Zakonom o tržištu hartija od vrijednosti. Rješenja Komisije su konačna, a protiv njih se može pokrenuti upravni spor.

Potpisivanjem IOSCO Multilateralnog memoranduma o razumijevanju u oktobru 2009. godine, Komisija je dobila potvrdu da kao regulator domaćeg tržišta kapitala postupka prema principima i standardima Međunarodnog udruženja komisija za hartije od vrijednosti, čiji je član postala 2001. godine.²⁶

Nadležnost Komisije

Neke od nadležnosti Komisije su donošenje određenih propisa kojim se reguliše funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti, propisivanje uslova i načina emitovanja i prometa hartija od vrijednosti, izdavanje odobrenja za osnivanje ovlaštenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti, davanje saglasnosti na njihove opšte akate, izmjene i dopune tih akata, davanje saglasnosti kod imenovanja uprave berzanskih posrednika, nadzornog i upravnog odbora, davanje potrebnih informacija, širenje znanja o djelovanju tržišta hartija od vrijednosti, saradnja sa srodnim organizacijama u inostranstvu. Komisija donosi stavove i mišljenja, kao i druge oblike javnih saopštenja, kada je to potrebno radi primjene i sprovođenja pojedinih odredaba Zakona,

U okviru kontrolne i nadzorne funkcije, Komisija je ovlašćena da: (1) kontroliše primjenu pravila uobičajene trgovine i lojalne konkurencije u trgovini hartijama od vrijednosti, (2) preduzima određene mjere kojima se osigurava efikasno funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti i zaštita interesa investitora i nadgleda njihovo izvršavanje, (3) propisuje elemente obaveznog izvještavanja investitora i javnosti o poslovanju emitentata i drugih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti, (4) obustavlja emisiju i promet pojedinih hartija od vrijednosti i preduzima druge aktivnosti u slučaju manipulacija ili špekulacija u prometu hartija od vrijednosti ili kada procijeni da su tim aktivnostima ugroženi interesi investitora i javnosti, ili te aktivnosti nisu u skladu sa zakonom, (5) prati i proučava stanje i kretanje na tržištu hartija od vrijednosti, (6) u slučaju povrede zakonskih odredbi i drugih propisa, nalaže određene mjere, izriče prekršajne kazne i preduzima druge aktivnosti u okviru svojih ovlašćenja.

Emitent (izdavalac) hartija od vrijednosti

Emitent (izdavalac) je lice koje u svoje ime prodaje hartije od vrijednosti njihovim prvim imaćima. Emitent može da bude samo pravno lice. Izuzetno, sa statusom emitenta može se pojaviti i fizičko lice kao osnivač u emisiji akcija radi osnivanja akcionarskog društva jer u vrijeme osnivačke emisije akcionarsko društvo još ne postoji, nije ni osnovano, a ako je fizičko lice osnivač akcionarskog društva, ono se smatra emitentom. U principu svako domaće pravno lice može da bude emitent, osim kad mu je to zakonom zabranjeno.²⁷

²⁶ <http://www.sec.rs.ba>

²⁷ U članu 6. Zakona o tržištu hartija od vrijednosti, određeno je ko može emitovati hartije od vrijednosti.

U Republici Srpskoj, emitent je pravno lice sa sjedištem u Republici Srpskoj, kao što su privredna društva, zadruge, udruženja sa svojstvima pravnog lica, Republika Srpska, jedinice lokalne samouprave, državne ustanove sa svojstvom pravnog lica, pravno lice koje je korisnik budžeta i Fond penzijskog i invalidskog osiguranja. Ograničenja postoje za strana pravna lica, koja mogu da se pojave kao emitenti u Republici Srpskoj, pod uslovom, da je Komisija, zaključila ugovor o saradnji i kontroli tržišta hartija od vrijednosti sa nadležnim organima gdje se nalazi sjedište stranog pravnog lica. Drugo ograničenje se odnosi kod emitovanja akcija jer država i njene teritorijalne jedinice ne mogu da emituju akcije, iz razloga, što akcije imao daju pravo na učešće i upravljanje emitentom, a kupovinom akcija koje bi emitovala država ili jedinice lokalne samouprave, omogućilo bi kupovinu vlasti, što je neprihvatljivo. Ovo ograničenje se ne odnosi na emitovanje dužničkih hartija od vrijednosti (obveznica, trezorskih zapisa i sl). Emisija hartija od vrijednosti Republike Srpske, jedinica lokalne samouprave i fondova socijalne sigurnosti, pored Zakona o tržištu hartija od vrijednosti, uređuje se i Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske.²⁸ Inače emisija hartija od vrijednosti može se izvršiti javnom ponudom u kojoj se upis i uplata hartija od vrijednosti vrši na osnovu javnog poziva neodređenom broju lica, uz izradu prospekta kojim su sumirane informacije od važnosti za investitore,²⁹ dok je drugi način emitovanja hartija od vrijednosti bez obaveze objavljivanja prospekta, pri čemu postoji obaveza emitenta, da obavijesti Komisiju o donesenoj odluci o emisiji i da podnese zahtjev za promjenu podataka o kapitalu u registru emitentata.

Na slici 2. prikazan je zbirni pregled emisija hartija od vrijednosti po vrsti sa javnom ponudom i hartija od vrijednosti koje su emitovane bez javne ponude u periodu od 01.01.2014. do 31. 12. 2014.

R. br.	Vrsta emisije	Broj emisija	Ukupan obim emisija (KM)
I	Emisija javnom ponudom	4	61.650.000
II	Emisija bez obaveze izrade prospekta uz obavezu obavještanja Komisije o donesenoj odluci:	15	214.732.481
1.	Ponuda za kvalifikovane investiture	3	37.470.000
2.	Ponuda za investiture koji uplaćuju najmanje 100.000 KM	2	1.200.000
3.	Konverzija obaveza u kapital	2	10.542.168
4.	Statusna promjena – spajanje u pripajanje	1	50.000
5.	Pretvaranje rezervi I neraspordene dobiti u osnovni kapital	2	9.650.362
6.	Emisija akcija u postupku smanjenja osnovnog kapitala	5	155.819.951
Ukupno		19	276.382.481

Slika 2. Izvor: <http://www.secrs.ba>

²⁸ Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske-Službeni glasnik Republike Srpske, br.71/12.

²⁹ Sadržaj prospekta određen je članom 14. Zakona o tržištu hartija od vrijednosti, a sam postupak emisije razrađen je Pravilnikom o uslovima i postupku emisije hartija od vrijednosti- Službeni glasnik Republike Srpske, br. 60/12 i 88/13.

Trgovac hartijama od vrijednosti (berzanski posrednici)

Trgovci su posebna vrsta učesnika na tržištu kapitala. Oni predstavljaju nužnu kariku u uspostavljanju odnosa između klijenata (kupca i prodavca) i berze. Radi se o profesionalnim trgovcima, stručno osposobljenim za trgovinu hartijama od vrijednosti i imovinski sposobnim da snose rizik gubitka u toj trgovini. Djelatnosti trgovine, odnosno, pružanja usluga u vezi sa hartijama od vrijednosti su se razvile i umnožile, tako da je stvoren veći broj trgovaca, specijalizovanih samo za neke od poslova sa hartijama, npr. pokrovitelj emisije, preprodavac (diler), zastupnik (broker), savjetnik, upravljač portfelja. No bez obzira, o kojoj vrsti usluga se radi, sve te djelatnosti na tržištu kapitala u Republici Srpskoj su određene kao djelatnost berzanskog posrednika i mogu se obavljati u dva statusno pravna oblika: brokersko-dilerskog društva i ovlašćene banke.³⁰

Brokersko - dilersko društvo

Brokersko-dilersko društvo je privredno društvo. Osniva se u formi akcionarskog društva, koje uz dozvolu Komisije i pod njenim nadzorom, obavlja djelatnost trgovine hartijama od vrijednosti.³¹ Ovo društvo može da obavlja isključivo poslove sa hartijama od vrijednosti. Sam izraz "društvo" ukazuje da se trgovinom na tržištu kapitala, može baviti društvo, a ne pojedinac, dok izraz "brokersko-dilersko" ukazuje da se društvo može baviti preprodajom hartija od vrijednosti (dilerstvo) ili pružanjem usluga u trgovini na ovom tržištu (brokerstvo), ili i dilerstvom i brokerstvom. Brokersko-dilersko društvo koje se odlučuje za obavljanje brokerskih poslova, može obavljati finansijske transakcije u svoje ime, a za račun klijenta i u ime i za račun klijenta i može pružati sve potrebne informacije svojim klijentima o investicionim ulaganjima. Ako se odluči da se bavi dilerskim poslovima, ostvaruje mogućnost da kupuje i prodaje hartije od vrijednosti u svoje ime i za svoj račun, pored svih poslova koje obavlja kao broker.

Poslovni odnos između klijenta i brokersko-dilerskog društva reguliše se ugovorom i odvija se preko sledećih aktivnosti: (1) otvaranje odgovarajućih računa klijentima društva, (2) izdavanje naloga za određene transakcije, (3) izvršavanje naloga i (4) saldiranje i izveštavanje klijenta o tekućem stanju na njegovom računu. Visina minimalnog iznosa kapitala društva kao uslov za izdavanje dozvole za rad i otpočinjanje djelatnosti društva, određena je u zavisnosti, od vrste i rizičnosti djelatnosti društva (npr. minimalan osnovni kapital za obavljanje brokerskih poslova je 50 000 KM, a za obavljanje poslova preuzimaoca emisija novčani iznos osnovnog kapitala ne može biti manji od 600 000 KM). Društvo mora da bude stalno likvidno i, da svakodnevno izračunava koeficijent svoje likvidnosti, na način koji propisuje Komisija. Brokersko-dilersko društvo, za poslove koje obavlja u svojoj djelatnosti, mora da zaposli propisan broj stručnih licakojia ispunjavaju uslove za obavljanje tih poslova, a jedan od osnovnih uslova je i položen odgovarajući stručni ispit za sticanje zvanja brokera, investicionog savjetnika ili investicionog menadžera.³²

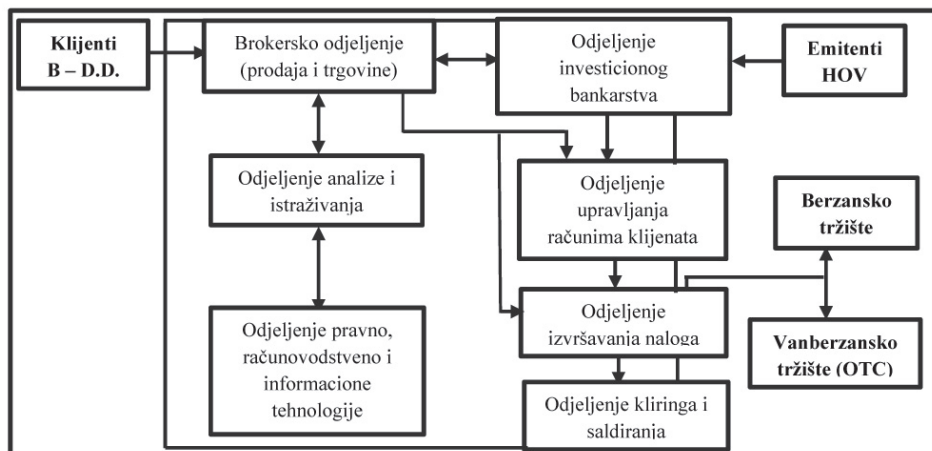
Ovo društvo mora da bude propisano organizovano i tehnički opremljeno. U okviru organizacije mora da ima odjeljenje za trgovinu, savjetovanje, računovodstvo, upravu i siste-

³⁰ Član 64. Zakona o tržištu hartija od vrijednosti.

³¹ U Republici Srpskoj, prvo brokersko društvo EuroBroker a.d. Banja Luka je osnovano 2001. godine.

³² Član 94. Zakona o tržištu hartija od vrijednosti.

matizovana radna mjesta, koja odgovaraju potrebama njegove djelatnosti. Poseban akcenat je naglašen na tehničku opremljenost, što podrazumijeva kompjutersku tehniku i informacijski sistem koji obezbjeđuje tačnost i pouzdanost u prikupljanju i korištenju poslovnih podataka. Model organizacije brokersko-dilerskog društva koji je primjenjuje, prikazan je na slici 3.



Slika 3. Model organizacije brokersko-dilerskog društva. Izvor: Vunjak, N., & Kovačević, Lj. 2003). *Finansijsko tržište, berze i brokeri*. Subotica: Ekonomski fakultet, str. 293.

Ovlaštena banka

Pored brokersko-dilerskog društva, druga vrsta trgovaca hartijama od vrijednosti je i posebno ovlaštena banka. Ovlaštena banka poslove sa hartijama od vrijednosti obavlja preko posebnog odjeljenja, koje je specijalizovano samo za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti. To odjeljenje nije pravno lice, ono je sastavni dio banke kao pravnog lica, a da bi to odjeljenje bilo organizovano, banka mora da ispuni određene uslove: (1) da za to ima poseban prostor; (2) da ima otvoren poseban poslovni račun; (3) da u poslovnim knjigama obezbijedi posebnu evidenciju i podatke o poslovanju tog organizacionog dijela; (4) da kadrovski, organizaciono i tehnički osposobi poseban organizacioni dio, kao da je brokersko-dilersko društvo; (5) da donese pravila njegovog poslovanja na koje saglasnost daje Komisija. Uz zahtjev za izdavanje dozvole za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti, banka dostavlja i saglasnost Agencije za bankarstvo Republike Srpske o odobravanju osnivanja organizacionog dijela za poslovanje sa hartijama od vrijednosti, rješenje o upisu organizacionog dijela banke u sudski registar, i drugu dokumentaciju na osnovu koje je moguće utvrditi postoje li kadrovski tehnički i organizacioni uslovi za obavljanje usluga na koje se odnosi zahtjev za izdavanje dozvole.

Uslovi u pogledu osnovnog kapitala, članova uprave i opštih akata, koji se traže za dozvolu brokersko-dilerskog društva, ne traže se od banke, jer se podrazumijeva da je to provjereno od Agencije za bankarstvo Republike Srpske u postupku izdavanja dozvole za rad banke na bankarskom tržištu. U trgovini hartijama od vrijednosti i drugim poslovima sa hartijama od vrijednosti, banka potpada pod nadležnost Komisije, a ne Agencije za bankarstvo Republike Srpske. Kontrola i nadzor posebnog odjeljenja za poslove za hartije od vrijednosti vrši Komisija, kao da je brokersko-dilersko društvo. Ukoliko Komisija utvrdi

nepravilnosti u poslovanju sa hartijama od vrijednosti, nadležna je da banci izrekne mjere radi njihovog otklanjanja. Komisija je nadležna da banci zabrani poslovanje sa hartijama od vrijednosti, ali ne da joj zabrani obavljanje ostalih poslova u okviru bankarskih djelatnosti na tržištu novca, jer u tom dijelu, poslovanje banke potpada pod nadležnost Agencije za bankarstvo Republike Srpske.

Berza- organizator tržišta hartija od vrijednosti

U pravnoj literaturi formulisanju pojma berze, autori pristupaju sa pravnog i ekonomskog stanovišta. Sa pravnog stanovišta berza se objašnjava kao poseban privredni subjekat, npr. prof. Jankovec, berzu definiše kao akcionarsko društvo koje u unaprijed određeno vrijeme i po određenim pravilima, organizuje sastanke na kojima se okupljaju posrednici radi prodaje i kupovine robe, novca ili hartija od vrijednosti.³³ Definicije koje sadrže ekonomsko objašnjenje berze, sadrže mišljenje da je to naročito tržište na kome se, u određeno vrijeme (berzanski sastanci), okupljaju privredne organizacije, odnosno trgovci određene grane privrede, radi zaključivanja poslova.³⁴

U Zakonu o tržištu hartijama od vrijednosti, berza se definiše kao pravno lice koje se osniva u formi akcionarskog društva koje obavlja poslove organizovanja trgovine hartijama od vrijednosti i finansijskim derivatima, kao i druge poslove u skladu sa navedenim zakonom i koje za obavljanje tih poslova ima dozvolu Komisije. Iako se osniva kao akcionarsko društvo, iz ove definicije možemo zaključiti da je pravni subjektivitet i samostalnost berze ograničena u odnosu na samostalnost drugih privrednih društava, npr. djelatnost berze može da obavlja samo privredno društvo koje dobije dozvolu Komisije za osnivanje i obavljanje djelatnosti berze, mora da pribavi dozvolu Komisije za svaku statusnu promjenu i može da se spoji samo sa drugim organizatorom tržišta, saglasnost Komisije mora da pribavi za izbor članova upravnog odbora, organa koji vrši nadzor berze i direktora berze, za sve opšte akte berze, uključujući i akt o naknadama i pravila berze, te saglasnost na izmjene i dopune tih akata, zatim, nadzor nad radom berze vrši Komisija, Komisija može pod određenim uslovima berzi oduzeti dozvolu za rad, i neka druga ograničenja.³⁵

Uslovi za osnivanje berze

Uslovi za osnivanje berze odnose se na osnivače, kapital, kadrovsku i tehničku osposobljenost za obavljanje berzanske djelatnosti, organe berze i opšte akte berze. Zakonom o tržištu hartija od vrijednosti, propisano je da berzu osniva najmanje pet berzanskih posrednika za poslovanje sa hartijama od vrijednosti, te da broj članova i akcionara berze ne

³³ Janakovec, I.(1996).Privredno pravo.Beograd:Savremena administracija, str. 97

³⁴ Jovanović, V.(1961).Privredno pravo-Privredne organizacije:Beograd:Zavod za izdavanje udžbenika NR Srbije, str. 214

³⁵ Pored berzanskog tržišta u Republici Srpskoj postoji i vanberzansko javno tržište, uređeno prema odredbama Zakona o tržištu hartija od vrijednosti kao i berza (185. Zakona o tržištu hartija od vrijednosti).Vanberzansko javno tržište mogu ugovorom uspostaviti berzanski posrednici. Na ovom tržištu dileri na različitim lokacijama, povezani su elektronski u procesu trgovanja. I ovdje je potpuno zadovoljen uslov koncentracije i sučeljavanja ponude i tražnje uz stroga pravila i procedure ponašanja u procesu odvijanja trgovine. Druga uređena javna tržišta dužna su da Komisiji dostavljaju izvještaj o zaključenim poslovima, čiji sadržaj, rokove i način izvještavanja, propisuje Komisija.

može biti manji od pet. Ovakvo zakonsko ograničenje kod određivanja minimalnog broja berzanskih posrednika je nužno ako se ima u vidu da je osnovna djelatnost berze organizovanje trgovine hartijama od vrijednosti i da trgovinu mogu obavljati samo berzanski posrednici. Ukoliko bi se kao osnivači pojavili samo akcionari koji nemaju status berzanskog posrednika (brokersko-dilerskog društva i ovlašćene banke) ne bi bili ispunjeni uslovi za organizovanje povezivanja ponude i tražnje u prometu hartija od vrijednosti. Osnovni kapital berze iznosi 1. 000 000 KM, i podijeljen je na redovne akcije koje glase na ime. Postoji obaveza da neto kapital berze ne može biti manji od propisanog minimalnog osnovnog kapitala. Ukoliko bi neto kapital bio u manjem iznosu od propisanog bez obzira da li je berza solventna, Komisija za hartije od vrijednosti bi oduzela dozvolu za rad berze jer berza ne bi više ispunjavala uslove propisane za dobijanje dozvole za rad.³⁶

Posebno je naglašeno da berza mora da bude organizovana i tehnički osposobljena, na način koji propisuje Komisija. Pod tehničkom osposobljenošću se podrazumijeva da berza ima odgovarajuću računarsku opremu i da uspostavi takav sistem informisanja, koji omogućava svim učesnicima u trgovini hartijama od vrijednosti, da istovremeno, ravnopravno i pod jednakim uslovima primaju i daju prodajne i kupovne naloge i da svi učesnici berzanske trgovine u istom trenutku imaju jednak pristup svim informacijama o hartijama od vrijednosti kojim se trguje. Organizaciona osposobljenost podrazumijeva da berza ima odgovarajuće organizacione jedinice za efikasno i jedinstveno obavljanje poslova na berzi (odjeljenja za trgovinu i aukciju, kontrolu, marketing, pravnu službu, računovodstvo) i odgovarajuću sistematizaciju radnih mjesta koja odgovara potrebna djelatnosti berze.

Djelatnost berze

U okviru zakonom određene djelatnosti, poslovi berze se mogu razvrstati u više grupa: (1) organizovanje povezivanja ponude i tražnje u prometu hartija od vrijednosti, (2) davanje informacija o ponudi, tražnji, tržišnoj cijeni, kao i ostalim podacima o hartijama od vrijednosti, (3) utvrđivanje i objavljivanje kursne liste hartija od vrijednosti, (4) izrada, razvoj, održavanje i raspolaganje kompjuterskim softverom u vezi sa trgovinom sa hartijama od vrijednosti, (5) organizovanje i sprovođenje edukacije učesnika na tržištu hartija od vrijednosti u vezi sa poslovima koje obavlja i (6) obračun novčanih potraživanja i obaveza za članove berze u vezi sa trgovinom koja je rezultat povezivanja sa drugim berzama izvan Republike Srpske. Pravno gledano, berza kao pravni subjekt ne učestvuje u trgovini koju organizuje. Ona ne učestvuje u zaključenju ni jednog posla na svom tržištu, jer ni u jednom poslu nije ugovorna strana, niti preuzima bilo koju ugovornu obavezu (npr. da preda hartije kupcu ili da isplati cijenu prodavcu). Kupac kome prodavac ne preda hartije iz zaključenog berzanskog posla, ne može da tuži berzu, tražeći od berze da mu preda hartije, samo zato što je hartije kupio u njenoj kotaciji, jer kupac i prodavac nisu zaključili berzanski ugovor sa berzom. Umjesto berze, na njenom tržištu trguju i usluge pružaju njeni članovi. To su profesionalni trgovci, koje je berza primila u svoje članstvo, dajući im isključivo pravo da trguju na berzi.

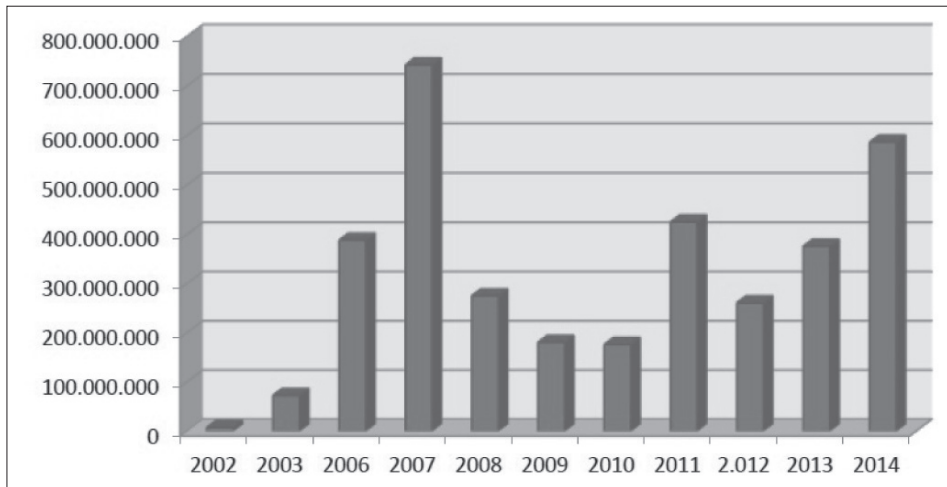
U Republici Srpskoj, posluje jedna berza sa hartijama od vrijednosti pod nazivom "Banjalučka berza hartija od vrijednosti a.d. Banja Luka."³⁷ Na berzi se trguje kontinuir-

³⁶ Član 178-152. Zakona o tržištu hartija od vrijednosti.

³⁷ <http://www.blberza.com/>

nom metodom i metodom periodičnih aukcija sa preovlađujućom cijenom. Trguje se svakim radnim danom, a trgovanje je podijeljeno u tri faze: (1) faza prije otvaranja tržišta od 8:30 do 09:30 + "random time"; (2) otvoreno tržište od 9:30 + "random time" do 13:00 i (3) zatvaranje tržišta 13:00.

Uporedni pregled prometa na banjalučkoj berzi za period 2001-2014. godine, prikazan je na grafikonu (slika 4).



Slika 4. Ukupan promet na banjalučkoj berzi sa uporednim pregledom 2001.-2014. god.

Izvor: <http://www.secrs.ba>

Centralni registar hartija od vrijednosti

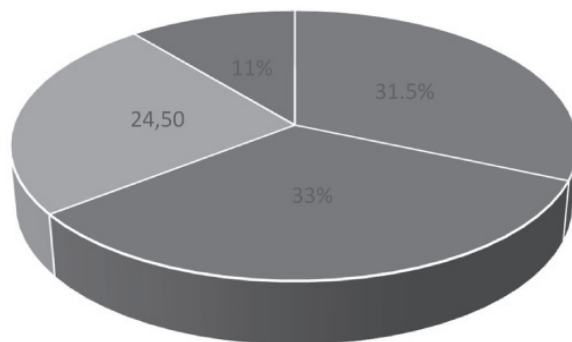
Kao posebna institucija, Centralni registar, se može posmatrati sa dva aspekta: kao kategorija finansijskog tržišta, koja sa berzom i drugim ovlaštenim učesnicima čini elemente institucionalizacije tržišta kapitala i kao kategorija privrednog, odnosno, trgovinskog prava. U vezi sa pravnom prirodom i pravnim položajem Centralnog registra, kao posebnog subjekta prava, možemo izdvojiti: (1) da je to privredni subjekt „sui generis“, sa određenim ograničavajućim elementima jer ne smije organizovati tržište hartija od vrijednosti niti sa njima trgovati i ne može obavlјati svoju djelatnost bez odobrenja Komisije; (2) obavlјa privrednu djelatnost sa javnopravnim ovlaštenjima; (3) po svojoj sadržini, pretežni dio djelatnosti čine poslovi računovodstvene, finansijske, informativne prirode, što ukazuje da je njegoаva djelatnost usmјerena na fazu izvršenja poslova zaključenih na berzi i vanberzanskom tržištu hartija od vrijednosti, u kojoj posređuje obavlјajući neutralne računovodstvene i finansijske operacije. Određujući pravni položaj Centralnog registra, u Zakonu o tržištu hartija od vrijednosti, prihvaćen je koncept da registar ima status akcionarskog društva sa određenim elementima javnopravnog karaktera.³⁸ Akcionari Centralnog registra mogu biti: Republika Srpska, berza, drugo uređeno javno tržište, berzanski posrednik, društvo za upravlјanje investicionim fondovima i drugo pravno lice koje dobije odobrenje Komisije, stim da postoje ograničenja za određene akcionare u pogledu broја akcija. Tako pojedini akcionari, mogu steći 10% od ukupnog broја emitovanih

³⁸ Član 188-189. Zakona o tržištu hartija od vrijednosti.

akcija Centralnog registra, a izuzetno Republika Srpska, berza i drugo javno tržište može steći 25% od ukupnog broja emitovanih akcija Centralnog registra.

Osnovni kapital Centarlanog registra je 2.680.000,00 konvertibilnih maraka, koji je podijeljen na redovne akcije nominalne vrijednosti 100,00 konvertibilnih maraka, sa strukturom vlasništva, prikazanom na slici 5.

Banke: 31, 50%; Republika Srpaka: 33%; Banjalučka berza: 24, 50%; Brokersko - di-
lerska društva: 11%.



Slika 5. *Struktura vlasništva Centralnog registra. Izvor: [http:// www.crhovrs.org](http://www.crhovrs.org)*

Javnopravni karakter Centralnog registra, prepoznat je kod primjene odredbi Zakona o opštem upravnom postupku i izdavanja javnih isprava na osnovu podataka iz evidencija koje vodi (npr. lista akcionara, izvještaj na osnovu kojeg se ostvaruje pravoglasa na skupštini akcionara, potvrda o vlasništvu na hartijama od vrijednosti i izvod ostanju na računu).³⁹

Osnovni ciljevi i zadaci Centralnog registra, su: održavanje integriteta, pouzdanosti, povjerljivosti i sigurnosti podataka o vlasništvu za račun izdavalaca hartija od vrijednosti na jednoj strani i vlasnika hartija od vrijednosti na drugoj strani; obezbjeđivanje sigurnog, pravovremenog i ispravnog prenosa vlasništva na hartijama od vrijednosti u okviru računa koji se vode u vidu elektronskog zapisa; održavanje i razvoj sistema registrovanja, deponovanja i evidentiranje prometa hartija od vrijednosti; poštovanje zakona i drugih propisa, i puna saradnja s nadležnim državnim institucijama za hartije od vrijednosti, institucijama nadležnim za obavljanje platnog prometa i institucijama za regulisanje tržišta hartija od vrijednosti.

Neki od najvažnijih principa Centralnog registra su: istovremena isporuka hartija od vrijednosti sa plaćanjem; obavljanje saldiranja u okviru propisanog roka za saldiranje; saldiranje u realnom vremenu; upravljanje rizikom tj. garantovanje uspješnosti okončanja transakcije i eliminisanje neželjenih uticaja na okončanje saldiranja i neopozivost saldiranja.

Investitor (ulagač)

Investitor (ulagač) je posljednja karika u lancu prodaje hartije od vrijednosti. Inve-

³⁹ Član 188-189, 242 - 243. Zakona o tržištu hartija od vrijednosti.

stitorom se smatra domaće ili strano lice koje investira u hartije od vrijednosti, dok je institucionalni investitor domaće ili strano pravno lice, koje posluje kao investicioni fond, uzajamni fond, penzioni fond, banka, osiguravajuće društvo, brokersko-dilersko društvo i drugo pravno lice koje obavlja djelatnost investitora uz saglasnost Komisija i koje zbog vrste svoje djelatnosti može da procijeni značaj buduće investicije u hartije od vrijednosti.

Fizičko lice može dobiti status kvalifikovanog investitora uz saglasnost Komisiji, uz ispunjavanje određenih uslova: (1) da je obavilo više poslova na tržištu hartija od vrijednosti, (2) da je vrijednost portfelja veća od milion KM i (3) da je najmanje godinu dana radilo ili radi u finansijskom sektoru na radnom mjestu koje zahtijeva posebna znanja u vezi sa ulaganjem u hartije od vrijednosti.⁴⁰

Za kolektivno investiranje i upravljanje sredstvima, ne samo institucija već i fizičkih lica, najviše su zastupljeni investicioni fondovi, kao alternativni oblik ulaganja u odnosu na klasičnu štednju u bankama i oni su jedan od značajnih učesnika na tržištu kapitala i mehanizam za prikupljanje i plasiranje viškova kapitala. Investicioni fondovi omogućavaju vlasnicima da višak sredstava plasiraju na tržište kapitala, što ne podrazumijeva posebno specijalističko znanje i napor u analiziranju investicionih mogućnosti, kao prethodne aktivnosti koje se provode kod donošenja investicionih odluka. Investicioni fondovi su profesionalno osposobljeni da pronađu prinose, tržišno atraktivne i kvalitetne hartije kojima će trgovati, obezbeđujući svojim ulagačima dobit, a uslov je da postoje kvalitetne i kapitalno značajne kompanije u koje se može ulagati. Investicionim fondovima upravljaju društva za upravljanje investicionim fondovima, donošenjem investicionih odluka i vršenjem administrativnih, marketinških i ostalih aktivnosti.

U Republici Srpskoj, posluje 16 investicionih fondova i to 14 zatvorenih investicionih fondova i dva otvorena investiciona fonda. Sa ovim fondovima upravlja dvanaest društava za upravljanje investicionim fondovima.

ZAKLJUČAK

Regulacija tržišta kapitala u Republici Srpskoj, zasnovana je na ciljevima i principima Međunarodne organizacije komisija za hartije od vrijednosti i zahtjevima evropskih integracija. U tom pravcu, uspostavljena je odgovarajuća infrastruktura tržišta kapitala, ne postoje administrativne barijere za strane investitore, izvršena je dematerijalizacija hartija od vrijednosti, uspostavljen elektronski način trgovine i izvršena centralizacija sekundarne javne trgovine sa hartijama od vrijednosti.

Međutim, i pored svih navedenih karakteristika, prema klasifikaciji FTSE Global Equity Index Series, tržište kapitala Republike Srpske još uvijek pripada grupi rubnih tržišta (frontier markets), koja predstavljaju tržišta u razvoju, što je odraz stanja cjelokupnog privrednog sistema.

⁴⁰ Komisija za hartije od vrijednosti vodi registar kvalifikovanih investitora u Republici Srpskoj. Podaci koji se upisuju u Registar određeni su u članu 129. Zakona o tržištu hartija od vrijednosti.

LITERATURA:

- Drljača, Z. (2015). Hartije od vrijednosti i ugovori robnog prometa. Banja Luka: Panevropski univerzitet Aperiron.
- FTSE Global Equity Index Series <http://ftse.com/products/ndices/geis-secrs>
- Horne, James C., & Walchowich, John. M. (2012). Osnove finansijskog menadžmenta-deveto izdanje, Zagreb: MATE d.o.o.
- <http://www.blberza.com>
- <http://www.crhovrs.org>
- <http://www.secrs.ba>
- Jankovec, I. (1996). Privredno pravo. Beograd: Savremena administracija.
- Jerinić, Z. (2012). Finansijska tržišta i finansijski posrednici. Beograd: Univerzitet Singidunum.
- Jovanović, V. (1961). Privredno pravo-Privredne organizacije. Beograd: Zavod za izdavanje udžbenika NR Srbije.
- Lopandić, D. (2003). Osnivački ugovori Evropske unije. Beograd: Kancelarija za pridruživanje Srbije i Crne Gore Evropskoj uniji.
- Orsag, S. (2011). Vrijednosni papiri, investicije i instrumenti finansija. Sarajevo: Revicon.
- Ustav Federacije Bosne i Hercegovine - Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine br:1/94, 13/97, 16/02, 22/02, 52/02, 63/03, 9/04, 20/04, 33/04, 71/05, 72/05 i 88/08.
- Ustav Republike Srpske - Službeni glasnik Republike Srpske -, br. 21/92 - prečišćeni tekst, 28/94, 8/96, 13/96, 15/96, 16/96, 21/96, 21/02, 26/02, 30/02, 31/02, 69/02, 31/03, 98/03, 115/05, 117/05.
- Vasiljević, M., & Vasiljević, B., Malinić, D. (2008). Finansijska tržišta. Beograd: Komisija za hartije od vrijednosti.
- Vitez, M. (2000). Berze hartija od vrijednosti i berzanski poslovi. Subotica: Ekonomski fakultet.
- Vunjak, M., & Kovačević, Lj. (2003). Finansijsko tržište berze i brokeri. Subotica: Ekonomski fakultet.
- Zakon o investicionim fondovima - Službeni glasnik Republike Srpske br. 92/06.
- Zakon o tržištu hartija od vrijednosti - Službeni glasnik Republike Srpske br.92/06; 34/09; 30/12; 59/13 i 108/13.
- Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske-Službeni glasnik Republike Srpske, br.71/12.

Assist. Prof. Zorica Drljača, Ph.D

Assistant professor, Faculty of Law Sciences, PanEuropean University „Apeiron“ Banja Luka, drljacam1@teol.net

Infrastructure of the Capital Market in the Republic of Srpska

Abstract: The regulation of the capital market in the Republika Srpska is based on the objectives and principles of the International Organization of Security Commissions and requirements of European integration. In this regard, an appropriate infrastructures capital markets has been established, there are no administrative barriers for foreign investors, dematerialization of securities is made, electronic way of trade and the centralization of secondary public trade in securities are established.

However, despite all these characteristics, according to the classification FTSE Global Equity Index Series, the capital of the Republika Srpska market still belongs to the frontier markets, representing the developing markets, what actually reflects the state of the entire economic system.

Key words: capital market, Republic of Srpska, participants on the capital market.