

UDK:  
COBBIS:  
Stručni rad

## INOVIACIJE NA TRŽIŠTU KAPITALA ŠANSA ZA RAZVOJ BOSNE I HERCEGOVINE<sup>160</sup>

### INNOVATIONS ON THE CAPITAL MARKET THE CHANCE FOR DEVELOPMENT OF BOSNIA AND HERZEGOVINA

---

Ismet Kumalić<sup>161</sup>

Univerzitet za poslovni inženjering i menadžment Banja Luka, Ekonomski fakultet

#### Sažetak

Ovaj rad ima za cilj da se istraži međuovisnost i uloga inovacija na tržišta kapitala i moguće implikacije na razvoj Bosne i Hercegovine. Tržište kapitala je mjesto gdje se pojavljuju masovni investitori koji žele da zadovolje svoje različite interese. Oni će investirati u instrumente koji zadovoljavaju njihove interese i koji im omogućuju izbor. Na drugoj strani emitenti instrumenata na tržištu kapitala žele da maksimiziraju svoje ciljeve. Što je tržište kapitala bogatije sa instrumentima to su prilike za izbor i investiranje veće. Inovacije na finansijskom tržištu kreiraju nove prilike i odnose i omogućuju investitorima veći izbor, a emitentima postizanje različitih ciljeva. Inovacije koje nose dodatne opcije omogućuju sprovođenje ciljne ekonomske razvojne politike. Zemlje koje se nalaze u procesu tranzicije, kreiranjem različitih instrumenata, imaju mogućnost da kreiranjem novih instrumenata ostvare više ciljeva u isto vrijeme. U radu se na primjeru „*buy back*“ obveznica razrađuje ideja postizanja višestrukih ciljeva. „*Buy back*“ obveznice, kao novi instrument na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini, predstavljaju inovaciju koja može biti efikasan instrument za razvoj tržišta kapitala, postupno sprovođenje privatizacije u strateškim sektorima, prilagođavanje novim izvorima kapitala i dovoljna sigurnost investitorima u vrijednosne papire. Primjenom i kombinacijom naučnih metoda analize i sinteze, kvantitativne i komparativne metode i metode deskripcije i kompilacije potvrđena je hipoteza: da inovacije na tržištu kapitala dovode do jačanja tržišta kapitala i stvaranja uslova za brži ekonomski razvoj.

**Ključne riječi:** inovacije, tržište kapitala, razvoj.

**JEL:** M 44, G 10

---

<sup>160</sup> Rad je bio prezentovan na Međunarodnoj konferenciji o društvenom i tehnološkom razvoju STED 2013, održane 26. i 27.09.2013.godine u Banjoj Luci u organizaciji Univerziteta za poslovni inženjering i menadžment Banja Luka.

<sup>161</sup> Despota Stefana Lazarevića bb, 78000 Banja Luka, BiH; E-mail: kuismet@bih.net.ba

## Abstract

The aim of this study is to investigate interdependent and the role of innovation on the capital markets and possible implications to the development of Bosnia and Herzegovina. The capital market is a place where appear the mass investors who want to satisfy their different interests. They will invest in instruments that meet their interests and which allow them a assortment. On the other side of the issuers of instruments on the capital markets want to maximize their objectives. If is the capital market are richer with instruments the opportunity of chooses and investments are bigger. The innovations on the financial market create new opportunities and relations and allow investors greater choice and issuers to achieve different goals. The innovations that carry additional options allow the implementation of targeted economic development policy. Countries in transition, by creating different instruments, have possibility to achieve several goals at the same time. In this paper, a case of "buy back" bond develops ideas to achieve multiple objectives. "Buy buck" bonds as a new instrument in the capital market in Bosnia and Herzegovina, presenting an innovation that can be an effective instrument for the development of capital markets, the gradual implementation of privatization in strategic sectors, adaptation to new sources of capital and sufficient security for investors in securities. The application and combination of scientific methods of analysis and synthesis, quantitative and comparative methods and the methods of description and compilation, confirmed the hypothesis: that innovation in the capital market comes to strengthening the capital markets and create conditions for faster economic development.

**Keywords:** innovations, capital market, development.

## 1 Uvod

Pojavom dioničarstva razvijaju se novi oblici finansiranja poslovnih poduhvata privrednih društava. Različiti interesi i potrebe dioničarskih društava pred finansijsko tržište postavljaju nove zahtjeve i prilagođavanja. Osnovni instrumenti na tržištu kapitala su dionice koje predstavljaju vlasničke udjele i obveznice koje imaoću osiguravaju fiksni prinos za određeno vrijeme. Na osnovu ova dva bazna instrumenta finansijska industrija je iznjedrila mnoge instrumente i derivate kako bi podržali različite oblike i forme poslovnih transakcija i poduhvata.

Vrijednosni papiri dolaze na finansijsko tržište emisijom i prodajom istih investitora na primarnom tržištu kapitala. Inovacije i prilagođavanja vrijednosnih papira potrebama realnog sektora dešavaju se u kontinuitetu. Novi instrumenti, izvedenice ili derivati, samo su novi korak u razvoju finansijske industrije. Inovacije i fleksibilnost u kreiranju instrumenata na tržištu kapitala omogućila je učesnicima da kreiraju instrumente prema namjeni i ciljevima koje žele postići u datom trenutku. Da bi novi instrumenti bili emitovani i prihvaćeni na tržištu kapitala oni moraju zadovoljiti dva osnovna principa: da emitentu osiguraju potrebna finansijska sredstva i da investitoru (kupcu) obezbjude očekivani prinos. Kako su mogućnosti poslovnih kombinacija praktično neograničene, tako je i broj izvedenica i inovacija neograničen.

Koliko god instrumenti bili novi i različiti po svom sadržaju i formi u krajnjem se oslanjaju na rješenja osnovnih vrijednosnih papira. Veći broj instrumenata omogućuje učesnicima veći izbor i veći broj poslovnih kombinacija. Različitost instrumenata omogućuje lakše prilagođavanje, a time i veću tražnju koja za posljedicu ima veći promet i likvidnost tržišta. Polazeći od mogućnosti kreiranje i prilagođavanja instrumenata potrebama učesnika u radu, iznešena su razmišljanja o jednom tipu obveznica koje omogućuju emitentu ostvarenje više ciljeva u isto vrijeme. Instrument je nazvan „buy back“ obveznice, a sam naziv je promjenljiva forma.

Koje su mogućnosti i uloga inovacija na finansijskom tržištu, pitanja su koja se razrađuju u ovom radu kroz sljedeću radnu hipotezu: *inovacije na tržištu kapitala dovode do jačanja tržišta kapitala i stvaraju uslove za brži ekonomski razvoj*. Što se na tržištu kapitala nalazi veći broj instrumenata, ono se smatra razvijenijim.

Cilj istraživanja je: da se korišćenjem naučnih metoda provjeri postavljena hipoteza na primjeru tržišta kapitala u BiH i da se pokažu mogućnosti primjene novih instrumenata uz istovremeno ostvarivanje razvojnih ciljeva. Prilikom istraživanja i formulisanja rezultata korišćene su kombinacije naučnih metoda analize i sinteze, komparativna metoda, metoda apstrakcije i konkretizacije, metoda deskripcije i kompilacije. Pažnja je usmjerena na mogućnosti tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini.

## **2 Pojam i definicija inovacija na tržištu kapitala**

Vrijednosni papiri se mogu definisati kao pismena isprava kojom se izdavalac obavezuje da će imaocu (donosiocu) osigurati određena prava. Prava se razlikuju prema vrsti vrijednosnog papira. U osnovi se kreću od prava na povrat glavnice i isplatu pripadajuće kamate (prinosa), do učešća u upravljanju i profitu društva izdavaoca papira. Prava mogu biti izražena i u drugim oblicima kao što je realna (materijalna) imovina i nematerijalna prava. Zajednička karakteristika za sve vrijednosne papire je da su utrživi i da se sa njima trguje na finansijskom tržištu. Zbog svoje utrživosti vrijednosni papiri predstavljaju za izdavaoce mogućnost pribavljanja novčanih sredstava za finansiranje, a za kupce mogućnost za investiranje. Sa stanovišta društva mehanizam vrijednosnih papira omogućuje mobilizaciju decentralizirane štednje stanovništva u razvojne privredne projekte. Svako ulaganje, pa i ulaganje u vrijednosne papire, nosi sa sobom određene rizike. Tržište vrijednosnih papira ima funkciju da prinose od ulaganja uskladi sa rizicima poslovanja i učešćem u upravljanju privrednim društvom.

Vrijednosni papiri se mogu grupisati po različitim kriterijima: mogućnosti konverzije (konvertibilne i nekonvertibilne); vremenskoj dimenziji (kratkoročni, dugoročni); karakteru naknade (fiksni, varijabilni); naznaci vlasnika (na ime i na donosioca); po karakteru finansijskog odnosa (zajmovni, vlasnički). Vrijednosni papiri kao instrumenti finansiranja mogu se podijeliti na: dionice (obične i povlaštene); obveznice (dohodovne, prava); izvedenice (prava, opcije, termske). Grupisanja mogu biti i po drugim kriterijima ovisno od pristupa analizi vrijednosnih papira. Vrijednosni papiri se najčešće posmatraju sa stanovišta ulagača (kupaca). U

tom slučaju radi se o investicijskim papirima koji ulagaču treba da donesu prihod (prinos).

Najznačajniji dio finasijskog tržišta odnosi se na trgovanje izvedenim vrijednosnim papirima i izvedenim finasijskim instrumentima. Ova vrsta instrumenata se u praksi naziva *izvedenice* ili *derivati*. Naziv izvedenice su dobile po tome što se njihova vrijednost izvodi iz druge imovine ili drugog pravnog posla. Izvedenice predstavljaju inovacije na tržištu kapitala koje se pojavljuju emisijom na primarnom tržištu u izmijenjenom obliku osnovnih instrumenata (dionice i obveznice). Izvedenice najčešće predstavljaju prava koja proističu iz buduće aktivnosti, stjecanja ili otuđenja finasijske imovine (Orsag, 2011, str. 677). Izvedenice predstavljaju finasijske instrumente u formi vrijednosnih papira kreiranih za „široku“ upotrebu. Inovativnost kod kreiranja izvedenica kao instrumenata finasijskog tržišta se ogleda u njihovoj širokoj primjeni, prihvatljivosti i prilagodljivosti ciljevima. Izvedenice možemo grupisati u četiri osnovne grupe: (i) termenske ugovore; (ii) opcije; (iii) varante i (iv) konvertibilije (Orsag, 2011, str. 678). Jedna izvedenica može da nosi više atributa i varijanti.

Pojava inovacija se može posmatrati i iz ugla poslovanja finasijskih institucija. Finasijske institucije razvijaju nove proizvode iz razloga povećanja vlastite dobiti i potrebe zadovoljenja svojih klijenata. Iste posluju u finasijskom okruženju koje je podložno stalnim promjenama. To se može konstatovati da „promjene“ u finasijskom okruženju stimuliraju finasijske institucije na potragu za inovacijama koje će biti „profitabilne“ (Mishkin, 2005, str. 423). Inflacija, kamatne stope, informatičke tehnologije se mijenjaju iz dana u dan, zakonska regulativa postaje sve strožija, konkurencija raste pod pritiskom globalizacije. Finasijske institucije su postale svjesne da su klasični proizvodi postali neprofitabilni i da promjene zahtijevaju nova prilagođavanja. Finasijski posrednici su morali kreirati nove instrumente i proizvode koji su profitabilni i koji odgovaraju klijentima. Proces i danas traje i inovacije predstavljaju uslov opstanka. Prof. Mishkin proces stvaranja inovacija vidi kao: (i) odgovor na promjene potražnje; (ii) odgovor na promjene ponude i (iii) izbjegavanje zakonskih odredbi (Mishkin, 2005, str. 423-435). Razvoj tržišta kapitala i pojava finasijskih inovacija je dovela do „nestajanja“ tradicionalnog bankarstva i razvoja alternativnih načina finansiranja poduzetničkih poduhvata.

Svako poslovanje sa sobom nosi rizik i jedan od razloga za kreiranje derivata (izvedenica) je pokušaj da se eliminišu rizici ili da se isti svedu na minimum. Zaključenje posla, izvršenje preuzetih obaveza i finasijske transakcije se ne dešavaju u istom momentu i svaka od transakcija nosi rizik. Kod robe može doći do promjene cijena, kod plaćanja do promjene kamate i deviznog kursa. Postoji i opšti rizik neizvršenja posla. Da bi se zaštitili od navedenih rizika učesnici koriste derivate kreirane za te namjene. Da bi se otklonili rizici promjene cijena, koriste se terminski ugovori i opcije. Za otklanjanje rizika od promjene deviznog kursa i kamate, koriste se terminski forward ugovori ili swap-ovi. Pošto se trguje sa finasijskim instrumentima, trgovac ne mora biti u posjedu realne imovine. U tom slučaju se radi o špekulantima, koji su nužni da bi se održala dinamika i likvidnost na tržištu kapitala. Koliko god špekulanti bili korisni za tržište kapitala, oni sa sobom nose rizik. Nisu rijetki slučajevi da su izazvali mnoge nevolje i gubitke na tržištu derivata. To je razlog

što postoje mišljenja da derivate treba zabraniti. Ne stoje mišljenja da derivate treba zabraniti, ali ukazuju na potrebnu opreznost kod investiranja. Na drugoj strani derivati se koriste kao zaštita od špekulanata i rizika (Brealey, 2007, str. 662).

Derivati predstavljaju izvedene instrumente iz osnovnih vrijednosnih papira (dionice i obveznice), te je njihovo prometovanje neodvojivo od tržišta kapitala. Što je tržište kapitala bogatije sa instrumentima to su mogućnosti kombinacija veće. Investitori u vrijednosne papire imaju veće mogućnosti izbora i svoju pažnju usmjeravaju prema tržištu kapitala. Kreiranjem i uvođenjem novih finansijskih instrumenata stvaraju se preduslovi za rast i razvoj tržišta. U cilju jačanja i razvoja tržišta kapitala, nužno je podržati i ohrabriti emisije i kreiranje novih instrumenata. U cilju podrške privrednog razvoja, nove emisije se koriste za finansiranje razvojnih projekata i poduzetničkih inicijativa. Novi instrumenti trebaju biti kreirani i prilagođeni postavljenim ciljevima (Kumalić, 2013, str.4).

Na tržištu kapitala u BiH nisu se pojavile izvedenice kao vrijednosni papiri i sa njima nije bilo trgovanja ni na jednoj berzi u BiH. Realno je očekivati da će se na tržištu kapitala u BiH pojaviti inovacije, koje će oživiti tržišta kapitala i razviti sekundarno tržište izvedenica. Izvedenice pružaju bezbroj mogućnosti i što se prije pojave, to će učesnici imati veće mogućnosti za upravljanje svojom imovinom.

### **3 Finansijska struktura i inovacije**

Do šezdesetih godina prošlog vijeka odvijao se tradicionalni sistem osiuguranja finansijskih sredstava za poslovne poduhvate. Banke su bile posrednik koji je osiguravao transfer sredstava od štednje prema realnim investicijama. Pojavom inovacija na finansijskom tržištu, finansijska struktura se počinje mijenjati. Bankarska industrija se suočila sa novim izazovima i počela je gubiti primat koji je do tada uživala. Najznačajnije inovacije koje su se desile na finansijskom tržištu u organizacionom smislu bile su: (i) pojava investicijskih fondova; (ii) špekulativne obveznice (eng. junk bonds); (iii) rast tržišta komercijalnih zapisa i (iv) sekuritizacija (Mishkin, 2005, str. 453). Nešto kasnije su se pojavili institucionalni fondovi (penzioni i zdravstveni). Proces je podržalo i ubrzalo svakodnevno kreiranje izvedenica na tržištu kapitala. Razvoj navedenih institucija pomogao je napredak i tehnološki progres koji se paralelno odvijao u sektoru informatičke tehnologije (IT). IT je omogućila brzu obradu i dostupnost podataka tako da su investitori u kratkom roku mogli da izvrše procjene manje poznatih kompanija i opravdanost zauzimanja duge ili kratke pozicije na tržištu kapitala. Rast kamata, koji se desio krajem osamdesetih godina, promijenio je situaciju u korist fondova. Banke i kompanije sa jakim bonitetom su u cilju pribavljanja sredstava masovno emitovale komercijalne zapise. Za novčane fondove je to bila prilika da viškove sredstava kratkoročno investiraju u zapise. Praktično su podržali razvoj jedni drugih. Sekuritizacija se smatrala jednom od najvažnijih finansijskih inovacija u prethodnim desetljećima. Sekuritizacija predstavlja proces transformacije nelikvidne imovine ( u aktivi banaka) u vrijednosne papire koji se iznose na tržište kapitala. Danas se stav o sekuritizaciji promijenio i mnogi smatraju da je ona bila ta koja je generisala i prouzrokovala sadašnju globalnu ekonomsku krizu.

Razvoj inovativnih posrednika na jednoj strani morao se odraziti na poslovne banaka na drugoj strani. Važnost poslovnih banaka kao izvora sredstava se smanjila, aktiva je počela da pada, a time i profitabilnost. Tradicionalna posrednička uloga banaka, gdje su depoziti bili izvor za odobravanje kredita, izgubila je svoju važnost na finansijskom tržištu. Mnoge banke su nestale sa scene. Najveći broj bankarskih bankrota u SAD zabilježen je u periodu 1982-1993. (u prosjeku 200 godišnje). Problemi koji su nastali u bankarskom sektoru bili su samo posljedica inovacija koje su se desile na finansijskom tržištu. Banke su morale odgovoriti na prijetnje i izazove koji su postavljeni pred njih. Mogle su odgovoriti samo na jedan način - inovacijama. Banke su kreirale nove proizvode i usluge. Kamate na aktivu nisu više jedini izvor prihoda za banke. Diapazon usluga i nekreditnih proizvoda se proširio i danas prihodi po ovom osnovu čine jednu trećinu od ukupnih prihoda bankarskog sektora.

Za finansiranje poslovnih poduhvata privredna društva iz vanjskih izvora sredstava koriste: bankarske kredite, kredite nebankarskih finansijskih posrednika (nebankarski krediti), dužničke vrijednosne papire (obveznice i komercijalni zapisi) i dionice koje predstavljaju nove vlasničke udjele. Analizirajući strukturu vanjskog finansiranja posljednje tri dekade prošlog vijeka, Mishkin dolazi do sljedećih zaključaka: (i) dionice nisu najvažniji izvor finansiranja kompanija. Učešće dionica u finansiranju se kreće ispod 10%. U slučaju banaka Bazelskim sporazumom je utvrđen minimalni odnos kapitala koji se kreće od 8% do 12% u odnosu na aktivu. Dionički kapital je najskuplji izvor finansiranja, i kompanije i banke ga žele minimizirati kako bi održale profitabilnost; (ii) emisija dužničkih vrijednosnih papira (obveznica) je ograničena razvojem finansijskog tržišta i bonitetom emitenta. Učešće obveznica na SAD tržištu, koje je najrazvijenije, ne prelazi jednu trećinu; (iii) finansiranje nebankarskim kreditima podrazumijeva razvijeno tržište kapitala, postojanje i razvijenost nebankarskih (ostalih) posrednika. Zbog svoje inventivnosti i konkurencije bankarskim kreditima, nebankarski posrednici i indirektno finansiranje u razijenim tržištima su postali značajniji od direktnog finansiranja; (iv) banke su i dalje ostale najvažniji izvor vanjskog finansiranja. Što je zemlja manje razvijena važnost banaka je veća. Stabilnost banaka je i dalje ključna za stabilnost ukupnog finansijskog i privrednog sistema i sve vlade su intervenirale u slučajevima kada je trebalo očuvati bankarski sektor; (v) finansijski sistem je najregulisaniji sektor u privredi svake zemlje; (vi) samo velike korporacije imaju pristup tržištu kapitala za finansiranje poslovnih poduhvata emisijom vrijednosnih papira; (vii) dužnički ugovori su komplikovani pravni akti koji često postavljaju dodatna ograničenja (zaštitne klauzule) u ponašanju dužnika. Koleteral je sastavni dio dužničkih ugovora; [Mishkin, 2005: 371-386]. Svemu prethodnom se mogu dodati i sljedeće konstatacije: (a) razvoj interneta je omogućio povezivanje finansijskog tržišta i prenos sredstava sa bilo koje tačke ili mjesta u bilo koju tačku svijeta u istom trenutku (real time). Svijet je postao jedno tržište na kojem se kapital slobodno kreće; (b) prevazilaze se lokalne i nacionalne granice, stvaraju se regionalne ekonomske integracije (EU, ASEAN, CEFTA) kao prelazna forma integrisanja u jedinstveno svjetsko tržište; (c) zemlje planske privrede (socijalističke) se nalaze u fazi tranzicije u tržišnu ekonomiju. Finansijska tržišta u tranzicijskim zemljama su nerazvijena i na istim se nije odvijao proces promjena koji se dešavao u tržišnim privredama; (d) globalna ekonomska kriza

traži nova rješenja. Navedene konstatacije i zaključci definišu nove okvire za iznalaženje novih specifičnih instrumenata. Dužina krize pokazuje da postojeći instrumenti ne daju željene rezultate i da rješenja treba tražiti u inovacijama i novim instrumentima.

Bosna i Hercegovina se nalazi u procesu tranzicije sa još uvijek nerazvijenim finansijskim tržištem i odsustvom inovacija. Struktura finansijskog tržišta u BiH je zasnovana na finansijskim posrednicima: banke, osiguravajuća društva, investicijski fondovi, mikro-kreditne organizacije. Veličina i razvijenost finansijskih posrednika u BiH data je u narednoj tabeli 1.

**TABELA 1. STRUKTURA AKTIVE FINANSIJSKOG SEKTORA BIH (U MIO KM) 2005-2011.GOD.**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Prosjek %
Banke	11.875	14.698	19.520	21.048	20.707	20.452	20.952	82,2
Fondovi	1.792	1.553	1.764	1.242	885	898	799	5,6
Osiganja	676	708	853	889	933	936	1.080	3,8
MKO	344	522	916	1.210	1.087	856	753	3,6
Lizing	564	862	1.417	1.600	1.598	1.108	1.149	5,2
Ukupno	15.251	18.343	24.470	25.989	25.210	24.250	24.733	100,0

*Izvor: CB BiH GI 2006. i 2009.; Agencija za osiguranje BiH, izvještaji za 2005., 2007., 2009. i 2011.*

Učešće aktive banaka u aktivni sektora u posmatranom periodu se kretalo od 79,7% (2005) do 84,7%. (2011). Najveća aktiva banaka bila je u 2008. god. Investicioni fondovi su imali najveće učešće u 2005. god. od 11,7 % u ukupnoj aktivni, od kada imaju tendenciju relativnog pada u ukupnom učešću. Najniže učešće zabilježili su 2011. godine, kada je učešće iznosilo svega 3,2%. Osiguravajuća društva (osiguranja) su zadržala relativno isto učešće u ukupnoj aktivni koje se kretalo između 3,4 i 4,4 %. Učešće mikrokreditnih organizacija se kretalo između 2,2 i 4,7 %, a lizing društava između 3,6 i 6,3% u ukupnoj aktivni sektora. Ukupna aktiva je imala tendenciju rasta do 2008. god. U 2009. dolazi do pada ukupne aktive za 3 % u odnosu na 2008., a 2010. za 3,8% u odnosu na 2009. god. U 2011. dolazi do porasta ukupne aktive za 2 % u odnosu na 2010. god.

Prosječno učešće u ukupnoj aktivni sektora, u posmatranom periodu, iznosilo je: banaka 82,2%, investicionih fondova 5,6%, osiguravajućih društava 3,8%, mikrokreditnih organizacija 3,6% i lizinga 5,2%. Ima li se u vidu da su većinski vlasnici lizing kuća u BiH banke, onda se učešće banaka u ukupnoj strukturi povećava. Iz navedenih podataka se vidi da je učešće nebankarskih finansijskih institucija ispod 20 % (realno ispod 15 %) što pokazuje nedovoljnu razvijenost nebankarskih finansijskih institucija. Što je ovaj odnos veći, to je tržište raznovrsnije i razvijenije. Finansijsko tržište BiH je bankocentrično i nerazvijeno po svojoj strukturi.

Za procjenu razvijenosti tržišta kapitala koriste se podaci vezani za odnos tržišne kapitalizacije i prometa vrijednosnih papira u odnosu na BDP. Kapitalizacija se u odnosu na BDP u periodu 2004 – 2011.god., od početnih 34,7% (2004.), povećala na 112,5% u 2007., a onda dolazi do pada na 33,4% u 2011. Promet na tržištu kapitala je u prvoj godini (2004.) iznosio 2,5% BDP. Najveći promet zabilježen je 2007. kada je učešće iznosilo 7,4% BDP, nakon čega je uslijedio pad na 1,15% u 2010. Na organizovanom tržištu (obje berze) pojavili su se novi instrumenti (trezorski zapisi) i tržište je oživjelo. Obrt (kapitalizacija/promet) se kretao između 2,6% i 10,2%. Tržište se smatra nerazvijenim ukoliko se promet na tržištu kapitala u odnosu na BDP kreće ispod 5% (Kumalić, 2013, str. 5). Tržište kapitala u BiH je siromašno i nerazvijeno.

Posmatrano iz ugla interesa kompanija, razvijeno tržište omogućuje kompanijama veći izbor i alternativno korišćenje izvora sredstava. Veći izbor alternativa i instrumenata jača konkurenciju i pojeftinjuje izvore, što za posledicu ima jaču konkurentnost kompanije na globalnom tržištu roba i usluga. Kompanije (korporacije) su u osnovi dioničarska društva, pa se kod njih vrijednosni papiri pojavljuju na samom početku osnivanja. Početni ili osnivački kapital se formira emisijom i prodajom dionica kao vrijednosnih papira. Nakon početka poslovanja korporacija počinje da razvija i proširuje svoje poslovanje investiranjem u realne investicije. U nedostatku sredstava ona se pojavljuje sa zahtjevom za kreditnim sredstvima ili sama kreira emisiju vrijednosnih papira sa ciljem prikupljanja dodatnih sredstava. Nova emisija može biti izvedena po osnovu povećanja vrijednosti korporacije (dokapitalizacija) i tad se radi o vlasničkim vrijednosnim papirima. Drugi pristup je dužnički u kom slučaju se izdaju vrijednosni papiri na osnovama zaduživanja (obveznice). Kod dužničkog pristupa korporacija dolazi do nedostajućih sredstava uz obavezu da kupcima vrijednosnih papira isplati prinos (kamatu) i nominalnu vrijednost u momentu dospijea. Stvara se dužničko povjerilački odnos. Da bi obje strane imale interes (emisija i kupovina), kamata se kreće između bankarske kamate na oročenu štednju i kamate na kredite. Korporacije u svom poslovanju imaju ciklično kretanje finansijske imovine i pojavljuju se periodi viška sredstava. U tim situacijama kompanije se odlučuju da višak sredstava drže na računima kod finansijskih posrednika ili da investiraju u kupovinu vrijednosnih papira. U slučaju kada kompanija želi ostvariti kontrolu ili uticaj na poslovanje drugog društva, ona će se na tržištu kapitala pojaviti kao kupac vlasničkih papira. U slučaju kada želi ostvariti samo prinos, onda će investirati u papire koji joj donose prinose. Privredna društva se na finansijskom tržištu pojavljuju u različitim ulogama. Što je tržište razvijenije, to će kompanije imati veće mogućnosti poslovnih i poduzetničkih kombinacija i poduhvata.

#### **4 Inovacije i tržište kapitala u BiH**

Na tržištu kapitala nalazi se velik broj različitih vrijednosnih papira. Svi su se oni razvili na prilagođavanju osnovnih vrijednosnih papira potrebama različitih poslovnih situacija i poslovnih kombinacija. Život i svakodnevna praksa nameću potrebu definisanja novih rješenja i novih poslovnih poduhvata. Koliko god oni bili novi i različiti po svom sadržaju i formi u krajnjem se oslanjaju na rješenja i norme osnovnih vrijednosnih papira. Kako je ranije navedeno osnovne vrijednosne papire



čine obveznice i dionice, a na tržištu novca (kratkoročni instrumenti) trezorski i komercijalni zapisi.

Obveznica je potraživanje i pismena isprava u kojoj se izdavalac obavezuje da će imaću obveznicu, to jest povjeriocu, u određenom roku i to dužem od jedne godine, vratiti pozajmljeni iznos uvećan za kamate [Orsag, 2011: 472]. Jednostavno rečeno, obveznica je zajam u kojem je fizičko ili pravno lice zajmodavac, a zajmoprimac najčešće: vlada, lokalne (municipalne) jedinice ili kompanije. Obveznice predstavljaju zajmovni, odnosno kreditni odnos između izdavalca i vlasnika obveznica. Obveznice predstavljaju ugovor kojim se definišu: prava i povlastice koje pripadaju kreditoru (vlasniku), kao i obaveze i odgovornosti dužnika (izdavalca). Obveznice predstavljaju obligacijski vrijednosni papir. Zbog svoje široke rasprostranjenosti i upotrebljivosti one spadaju u grupu normativno regulisanih vrijednosnih papira. Obveznice se izdaju u materijalnoj i nematerijalnoj (elektronskoj) formi. U slučaju da se izdaju u materijalnoj formi, one se sastoje od plašta obveznice i talona. Plašt obveznice opisuje finansijski odnos sa svim bitnim detaljima koji se odnose na emitenta, vlasnika, iznos na koji glasi obveznica, prinose i druge tehničke detalje. Talon obveznica sadrži kamatne ili anuitetske kupone na osnovu kojih se ostvaruje naplata u momentu dospijanja. Kupon predstavlja kamatu koju izdavalac plaća imaću obveznice. Obveznice u nematerijalnoj formi predstavljaju elektronske zapise koji sadrže sve bitne odredbe finansijskog odnosa i kamatu (kupon). Obveznica je, prema karakteru, vrijednosni papir sa definisanim fiksnim prinosom i rokom iskupa. Trgovanje obveznicama se vrši na tržištu kapitala.

Obveznice se smatraju konzervativnom strategijom ulaganja, to ne znači da su one uvijek i sigurno ulaganje. Kad god se nekomе posudi novac, postoji rizik da taj novac ne bude vraćen. Kompanije, gradske ili općinske vlasti i vlada mogu bankrotirati, iako se kamata na ovakve vrijednosne papire uzima kao „bezrizična stopa povrata”. Korporacijske obveznice smatraju se najrizičnijim među dužničkim vrijednosnim papirima fiksnog prinosa, jer nemaju garanciju države, i više su podložne potresima u privredi. Zbog svoje veće rizičnosti korporacijske obveznice donose veće prinose. Korporacije sa nižim kreditnim ugledom se takođe odlučuju na izdavanje obveznica. Ove obveznice se nazivaju „junk bonds” zbog visokih prinosa koji su uvijek izazov za špekulante. Drugi izvor rizika je obveznica sa „call” opcijom, koja daje pravo izdavalcu da od vlasnika obveznicu iskupi prije datuma njenog dospijanja. „Call” opcija mora biti navedena u prospektu i preporuka je da se ne kupuje. Obveznice su kompleksne, pogotovu za investitora sa manje iskustva, pa se zbog toga veliki broj osoba odlučuje za ulaganje u obvezničke investicijske fondove u kojima imaju jednaku sigurnost i diverzificiran portfelj fiksnog prinosa.

Na tržištu kapitala u BiH obveznice su se pojavile u 2009. godini kao posljedica rješavanja obaveza države po osnovu stare devizne štednje i plaćanja obeštećenja po osnovu ratne štete. Sve emitovane obveznice su se našle na tržištu kapitala (objema berzama) i sa njima se trgovalo u proteklom periodu. U momentu kada su se pojavile obveznice na tržištu kapitala tržište je bilo u silaznoj fazi i pojavljivanje novog instrumenta je zaustavilo negativni trend. Učešće obveznica u ukupnom prometu bilježi tendenciju stalnog rasta. Od početnih 7,62% (2009) povećano je na 36,28% u 2012. godini (SASE ([www.sase.ba](http://www.sase.ba)); BLSE ([www.blse.ba](http://www.blse.ba))).

#### 4.1 „Buy back” obveznice

Kako je već navedeno u strukturi finansijskog tržišta banke predstavljaju temeljnog posrednika na finansijskom tržištu u BiH. Iz navedenog razloga finansijsko tržište u BiH, po svojoj strukturi, predstavlja ugovorno tržište. Organizirano tržište je nerazvijeno i sadašnja faza se može smatrati fazom formiranja tržišta i institucija. Kao glavni učesnici na finansijskom tržištu u BiH pojavljuju se banke. Vlasničku strukturu u bankama čine strani investitori (strane banke), na koje otpada 85,8 % od ukupne vlasničke strukture. Strani vlasnici (banke) su sa sobom donijeli nova pravila, procedure i nove proizvode. Inovacije koje su se desile na svjetskom tržištu prenesene su u bankarski sektor u BiH. Na tržištu kapitala u BiH nije se desio isti proces i stranci su se pojavili na organizovanom tržištu kapitala u BiH kao investitori, a ne kao nosioci inovacija.

Razmatranja koja sljede u ovom radu data su kao ideje u cilju da se iznesu mogućnosti i benefiti koji sa sobom nose inovacije. Ideje se mogu posmatrati i kao pokušaj da se ohrabre učesnici na tržištu kapitala u BiH na promišljanja i iznalaženje novih instrumenata prilagođenih situaciji u kojoj se nalazi privreda i tržište kapitala.

Prilikom odluke o investiranju investitor razmišlja o mogućim rizicima. Štednja kod banaka spada u red nerizičnih depozita. Najsigurnijim ulaganjima se smatraju ulaganja u državne vrijednosne papire (obveznice), ali i država može da dođe u problem (primjer: stare devizne štednje). Treći segment čine ulaganja u vrijednosne papire korporacija koje spadaju u red najrizičnijih. Investitor kombinira rizike i prinose prilikom donošenja odluka. Tržište nudi različite mogućnosti, vrši pritisak na restrukturiranje štednje. Nosioci štednje, uključujući i stanovništvo, pokreću se i počinju da se opredjeljuju: da li i dalje držati štednju po niskim kamatama ili svoje uloge investirati u projekte (kompanije) koje obećavaju veće prinose. Fondovi žele izvršiti diversifikaciju rizika i traže prilike. Svi se nalaze u poziciji izbora između minimalnog rizika i maksimalne zarade.

Državne obveznice nose najmanje rizike, ali odbacuju najmanju kamatu. Korporacijske obveznice nose veće rizike, ali i veću kamatu. Kako naći rješenje da se pomire ove dvije suprotstavljene pozicije? U zemljama tranzicije, zbog nerazvijenosti tržišta kapitala, situacija je nešto složenija. Stanovništvo nema dovoljno iskustva sa ulaganjima u vrijednosne papire, pa se radije odlučuje da štedi u banci po manjoj kamatnoj stopi, nego da investira u vrijednosne papire. Privredna društva su u procesu privatizacije pa se pojavljuje dodatno nepovjerenje i nepoznanica budućeg poslovanja i odnosa novih vlasnika. Investitorima je potrebna dodatna garancija koja bi ih ohrabrila da investiraju u instrumente koji bi im osigurali veće prinose na štednju. Stanovništvo je naviklo da im država garantira za njihovu štednju, što je bio slučaj i sa prethodnim sistemom u BiH. Kompanije su spremne da izađu na tržište kapitala, ali očekuju manji trošak (kamatu) na tako prikupljena sredstva. U isto vrijeme žele izbjeći ili smanjiti uticaj na promjenu vlasničke strukture. Obveznice su instrument koji nudi mogućnost zadovoljenja suprotstavljenih interesa. Radi lakšeg razumijevanja slijedi pojašnjenje na primjeru jednog projekta (kompanije) strateškog sektora. Za primjer je uzeta pretpostavljena kompanija iz energetskog sektora.

Korporacije iz energetskog sektora imaju dobre polazne pretpostavke i uz dobro upravljanje ne postoje razlozi da ne održe visok rejting i kreditni ugled. Isto tako je utvrđeno da postoje potencijali za izvoz i investiranje u energetske objekte u iznosima koji prevazilaze finansijske kapacitete domaćih kompanija. Analizirajući finansijski sektor utvrđeno je da postoji višak finansijskih sredstava (rezerve) i da štednja stanovništva ima bržu relativnu stopu rasta. Postojeće kompanije su u većinskom državnom vlasništvu (slučaj BiH). Država se izjasnila da želi ostati većinski vlasnik. Izgradnja energetskih objekata traje u prosjeku 5 godina, a eksploatacija preko 30 godina, dakle radi se o dugoročnom investiranju koje zahtijeva dugoročne izvore. Tržište kapitala u osnovi predstavlja tržište dugoročnih instrumenata vrijednosnih papira u koje spadaju i obveznice.

Za primjer je uzet projekat izgradnje jednog termobloka od 400 MW. Vrijednost projekta iznosi 800 mio KM. Kompanija iz svoje akumulacije može da osigura 200 mio KM. Komercijalne banke, iz raloga izloženosti kreditnom riziku, mogu da finansiraju iznos od 200 mio KM. Ostaje da se osigura još 400 mio KM. Kompanija se opredijelila da emituje obveznice na navedeni iznos i osigura nedostajući kapital uz kamatnu stopu od 5%. Istraživanja, koja su na tržištu kapitala obavili investicijski savjetnici, pokazala su da postoji interes i kapacitet, ali investitori ne žele da kupuju obveznice zbog rizika koji nose korporativne obveznice. Analize su pokazale da bi institucionalni investitori kupovali i pokrenuli tržište da se radi o državnim obveznicama. Javlja se situacija u kojoj se projekat ne može izvesti zbog „rizika“ koje nose korporativne obveznice. Postavlja se pitanje: kako osigurati otklanjanje rizika na obveznice u konkretnom projektu?

Rješenje se može naći u kreiranju i emitovanju obveznica koje će imati dodatnu opciju koja garantira isplatu kupona i glavnice po dospeljeću. Vladine obveznice se smatraju bezrizičnim. Vlada je većinski vlasnik kompanije i kao vlasnik je obavezna da preuzme odgovornost za uspješno upravljanje kompanijom. Izdavanjem obveznica vlada ne umanjuje svoju vlasničku poziciju, a opcijom garancije od strane vlade obveznica dobija rang nerizičnog vrijednosnog papira sa fiksnim prinosom. Nova obveznica sa opcijom garancije vlade, kao vlasnika kompanije, nazvana je „buy back“ obveznicom. Može se nazvati i obveznica sa „otkupom“ po dospeljeću. U tom slučaju kompanija će emitovati „buy back“ obveznice u vrijednosti od 400 mio KM i osigurati nedostajuća sredstva po kamati od 5% koja je niža od bankarske kamatne stope na dugoročne kredite. Investitori imaju bezrizičnu obveznicu sa prinosom od 5% koji je iznad kamatne stope na oročene depozite. Vlada je zadržala vlasničku strukturu i pokrenula investicijski projekat u realnom sektoru koji djelovanjem multiplikatora vrši promjenu BDP naviše. Primarno tržište kapitala je obogaćeno novom emisijom koja pobuđuje trgovanje na sekundarnom tržištu. Sekundarno tržište ima novi instrument sa „buy back“ opcijom. Svi imaju koristi uključujući i građane čiji se životni standard povećava novim zapošljavanjem i porastom BDP. „By back“ obveznica predstavlja inovaciju, kreiranu za specifičan projekat, sa razvojnim ciljem. Inovacijom nije samo došlo do rješenja problema, nego je pokrenuto tržište i razvoj.

Pretpostavka je da je projekat profitabilan i da se sa njim upravlja u skladu sa načelima dobre prakse korporativnog upravljanja. Kompanija uredno izvršava svoje obaveze preuzete izdavanjem obveznica. Svi su zadovoljni. Međutim, stvar može da

dobije i drugi tok. Kompanija zbog loših procjena ili lošeg upravljanja može da se nađe u poziciji da ne može izvršavati obaveze koje proističu iz emitovanih obveznica. U slučaju da se ne radi o „buy back“ obveznicama, imao bi obveznica bi pretrpili gubitke u prinosisima i na kraju bi došlo i do kapitalnih gubitaka (gubitak glavnice). Dodatnom opcijom oni su osigurani od strane države i država je obavezna da otkupi kupon i obveznicu o dospijeću. Investitori ne trpe gubitke, a na sekundarnom tržištu se odvija trgovanje neovisno od dešavanja u kompaniji. U tom slučaju gubitke trpi vlada koja je i odgovorna za loše poslovanje kao većinski vlasnik i menadžer. Međutim, stvar se komplikuje zbog specifičnog položaja države koja stvarnu štetu prebacuje na poreske obveznike, a u krajnjem slučaju na građane. Ukoliko se isto želi izbjeći, može se uraditi dodatna nova opcija. Pošto se vlada pokazala kao loš vlasnik i upravljač, ona tu ulogu treba prepustiti privatnim investitorima. Vlada može izvršiti pretvaranje otkupljenih obveznica u dionice (jedna vrsta dokapitalizacije), sa obavezom da nove dionice proda na tržištu kapitala. Pošto kompanija ne može izvršavati preuzete obaveze, vlada može prije dospijeća izvršiti prodaju postojećih dionica i tako ostvarenim sredstvima osigurati izmirenje obaveza po „buy back“ obveznicama. Na ovaj način vlada umanjuje svoj vlasnički udio u kompaniji što je „pravedna“ nagrada za loše upravljanje. Gubitak udjela može da dovede do gubitka većinskog vlasništva čime se sprovodi dodatni proces, karakterističan za zemlje u tranziciji, a to je privatizacija.

Kritike, koje se baziraju na prevelikom riziku za vladu kod „buy back“ obveznica i mogućim gubicima, koliko god bile opravdane, ne mogu izdržati iz razloga što su pozitivni efekti od realnih investicija i dinamike na tržištu kapitala dovoljno veliki da prekrivaju eventualne gubitke koji mogu nastati otkupom od strane vlade. Ako se ovome doda dosadašnje neefikasno sprovođenje privatizacije, negativna varijanta bi se našla u pozitivnoj zoni. Ako vlada nije sposobna da uspješno upravlja sa profitabilnim sektorom, onda treba da se povuče i preda upravljanje drugom.

„Buy back“ obveznica, kao nov i nepoznat instrument na tržištu kapitala BiH, predstavlja inovaciju koja može biti efikasan instrument za razvoj tržišta kapitala, postupno sprovođenje privatizacije u strateškim sektorima, prilagođavanje kompanija novim izvorima kapitala, dovoljna sigurnost i zaštita investitorima u vrijednosne papire. Sistem „buy back“ obveznica pruža mnoštvo poslovnih kombinacija i njihovo prilagođavanje poslovnom okruženju. „Buy back“ obveznice predstavljaju alternativu kreditinomu zaduživanju kod bankarskog sektora i na taj način jača konkurenciju na ugovornom tržištu.

#### **4.2 Zlatne dionice i ostale izvedenice**

Dionice kao i obveznice predstavljaju osnovni vrijednosni papir na tržištu kapitala. Za razliku od obveznica, dionice su vrijednosni papiri koji ne garantiraju siguran prinos niti obavezu izdatelja da iste otkupi. Dionica imao osigurava učešće u upravljanju i raspodjeli dobiti privrednog društva u skladu sa relativnim učešćem u ukupnom broju izdatih dionica. Dionice u pravilu donose ista prava za sve, osim u posebnim slučajevima kada se izdaju povlaštene dionice. Prinos na dionice naziva se *dividenda* i ista se u pravilu isplaćuje jednom godišnje. Ukoliko društvo ostvari profit,

to ne znači da će sav profit biti isplaćen dioničarima (vlasnicima). Interes vlasnika je da dobiju dividendu (kratkoročno) i da razvijaju društvo (dugoročno). Dionice predstavljaju vlasničke vrijednosne papire bez vremenskog ograničenja. Radi se o dugoročnom, trajnom vrijednosnom papiru. Normativno se dionice uređuju zakonskom regulativom koja uređuje tržište vrijednosnih papira i zakonima koji uređuju poslovanje, osnivanje i upravljanje privrednim (dioničkim) društvima [Zakon o privrednim društvima (Sl. glasnik RS, 127/08 i 58/09 i Sl.Nov. FBiH 23/99)]. Kao što je slučaj sa obveznicama i dionice pružaju mogućnost kreiranja izvedenica.

U praksi su poznate takozvane „*zlatne dionice*“ koje su pojedine zemlje koristile prilikom zaštite javnih interesa u privatnim kompanijama. Prilikom restrukturiranja i privatizacije javnih sektora pojavio se problem mogućih zloupotreba i ugrožavanja javnog interesa u osjetljivim sektorima kao što su: električna energija, snabdijevanje vodom, plinom za domaćinstva, gradskim saobraćajem (metro). Nesporazumi se mogu pojaviti iz špekulativnih ili monopolskih razloga. Na primjer, u slučaju da postoji samo jedno društvo za proizvodnju i snabdijevanje električnom energijom (Elektroprivreda) i ono se privatizira, novi vlasnici u želji ostvarenja što većeg profita, koristeći monopolski položaj, mogu povećavati cijene bez ograničenja. Neopravdano visokim cijenama ugrožava se standard stanovništva, a može da izazove lančane reakcije i umanjiti ukupnu konkurentnost privrede. Da bi se spriječile navedene i slične situacije pribjeglo se izdavanju preferencijalnih dionica koje imaju preferencijalnu glasačku snagu. Može postojati samo jedna preferencijalna dionica na milion ili više običnih. „Zlatna dionica“ može da nosi dodijeljenu upravljačku snagu u smislu veta na odluke Uprave i Skupštine. Da ne bi došlo do zloupotreba sa druge strane, prava koja nose „zlatne dionice“ moraju biti jasno definisana Statutom (prospektom) i ograničena na pitanja odluke, kada i u kom slučaju se može upotrijebiti pravo glasanja koje nosi „zlatna dionica“, a koje osigurava preglasavanje, odnosno veto. Ovo se pokazalo kao dobra zaštita od monopolskih odluka u tranzicijskom periodu. Sistem „zlatnih dionica“ mora sadržavati još jedno dodatno određenje, a to je vremenska ili uslovna određenost (ročnost). Na primjer, može da sadrži opciju roka od 10 godina po izdavanju ili nakon što se pojave konkurentna društva, odnosno otkloni pozicija monopolskog položaja. Moguć je niz kombinacija. Sistem zlatnih dionica može se primijeniti u BiH kao prelazno rješenje u daljem reformisanju i restrukturiranju osjetljivih sektora.

*Opcija* predstavlja ugovor kojim kupac stiče pravo kupnje ili prodaje određene imovine po unaprijed utvrđenoj cijeni (Van Horne, 2002, str. 616). Između raznih opcijskih ugovora najčešće se radi o opciji kupovine i prodaje dionica. Opcija kupnje daje pravo vlasniku da kupi imovinu po cijeni poznatoj kao izvršna cijena (engl: strike price). Opcija kupnje ne obavezuje vlasnika da kupi imovinu na dan isteka opcije. Izdavalac (sastavljač) opcije je obično prodavac i on je obavezan da proda opciju ukoliko kupac izvrši obavezu kupnje. Razlikuju se dvije vrste opcija: „kol“ opcija (engl: call option) i „put“ opcija (engl: put options). Kupac „kol“ opcije posjeduje pravo, ali ne i obavezu da kupi osnovnu imovinu, dok prodavac „put“ opcije ima pravo, ali ne i obavezu da proda osnovnu imovinu. Opcije mogu da glase na različitu baznu imovinu (vrijednosne papire): dionice, obveznice, stranu valutu, terminske ugovore, berzanske robe, nekretnine i slično. Osnovna uloga opcija je zaštita od rizika

promjene cijena. Kupac opcije u momentu dospjeća odlučuje se da li će iskoristiti opciju ili ne. Kada mu tržišna cijena omogućuje prinos, očekivanja su da će je iskoristiti i obrnuto. U slučaju opcija, prodavci, odnosno emitenti, preuzimaju na sebe rizik promjene cijena i obično se radi o kompanijama i finansijskim institucijama koje mogu da podnesu kapitalne gubitke na derivate. Osnovni instrumenti uz opcije pružaju neograničen broj kombinacija. U BiH se još nisu pojavile opcije kao instrumenti sa kojima se trgovalo na tržištu kapitala.

**Varanti** (engl: Varanty) predstavljaju pridružena prava uz obveznice i preferencijalne dionice na kupnju običnih dionica emitenta (Orsag, 2011, str. 795-799). Varanti se izdaju uz obveznice i preferencijalne dionice kao pridruženi, a mogu se izdavati i kao odvojeni vrijednosni papiri. Varanti su dugoročni vrijednosni papiri koji njihovim vlasnicima omogućuju kupnju običnih dionica po unaprijed utvrđenoj cijeni. Varanti, kao pravo na kupnju običnih dionica, mogu biti efikasan instrument za regulisanje postepene privatizacije neprivatiziranih kompanija i očuvanje granične vrijednosti vlasništva. Iskorištavanjem prava iz varanta kompanija emitent dolazi do novih finansijskih sredstava jer se prodajom običnih dionica praktično sprovodi dokapitalizacija društva. Prema tome varanti predstavljaju odgođenu emisiju dionica koja će se realizovati kada se tržišna cijena običnih dionica poveća iznad izvršne cijene garantovane varantom. Vlasnici varanta prilikom realizacije moraju izdvojiti dodatna sredstva za kupovinu dionica i uplatiti ih na račun kompanije emitenta.

Za razvojne projekte trebaju nova dugoročna sredstva koja se mogu pribaviti, između ostalog, i na tržištu kapitala. Država kao većinski vlasnik neprivatiziranih kompanija, može donijeti odluku da izvrši prikupljanje sredstava novom emisijom obveznica (buy back) i dionica. Kod emisije može da emituje uz obveznice **konvertibilije**, a uz dionice varante. Uključivanjem navedenih opcija povećava se atraktivnost instrumenata na tržištu i veća zainteresiranost. Država kao većinski vlasnik, obimom emisije, može ciljati udio u vlasništvu. Emisije mogu biti postupne u više vremenskih serija, odnosno datumi izvršenja mogu biti različiti tako da se postigne postupno preuzimanje. Kada se nađe u poziciji, koja je na granici prelaza iz većinskog u manjisko vlasništvo, držanjem varanata i njihovim izvršenjem može se ostvariti ciljani odnos. Ukoliko želi da zadrži većinsko vlasništvo, realiziraće varante u svom portfoliju do obima 50%+1 dionica. Vremenske serije može usaglasiti sa terminskim planom realizacije projekta tako da sredstva pristizu kako napreduje izvođenje radova. Moguće su razne kombinacije ovisno od ciljeva koji se žele postići.

## 5 Zaključak

Promjene koje su se desile u poslovnom okruženju nakon šezdesetih godina prošlog stoljeća za posljedicu su imale promjene strukture finansijskog tržišta. Banke su izgubile raniji primat, a na sceni su se pojavile nove institucije i finansijski posrednici. Na tržištu se kreiraju novi odnosi i instrumenti prilagođeni potrebama i ciljevima koji se žele postići. Trgovanje izvedenim vrijednosnim papirima i izvedenim finansijskim instrumentima predstavlja najznačajniji dio finansijskog tržišta. Kreiranjem i

uvođenjem novih finansijskih instrumenata stvaraju se preduslovi za rast i razvoj tržišta.

Po svojoj strukturi finansijsko tržište u Bosni i Hercegovini je bankocentrično i nerazvijeno. Prosječno učešće banaka u aktivni finansijskog sektora prelazi 82,2% od ukupne aktive. Ostali nebankarski finansijski posrednici su u fazi formiranja i početnog razvoja. Nosioci inovacija na finansijskom tržištu u Bosni i Hercegovini su banke koje su u većinskom stranom vlasništvu. Na organizovanom tržištu kapitala (berzama) nisu se pojavili novi originalni instrumenti. Inovacije se dešavaju u formi povećanja broja klasičnih instrumenata kojima se trguje. Promet na tržištu kapitala se kreće ispod 5% u odnosu na BDP i kao takvo se smatra nerazvijenim. Razvijeno tržište omogućuje kompanijama veći izbor i alternativno korišćenje izvora sredstava. Veći izbor alternativa i instrumenata jača konkurenciju i pojeftinjuje izvore, čime se jača konkurentnost kompanije na globalnom tržištu roba i usluga.

Ideja o uvođenju „buy back“ obveznica predstavlja inovaciju, kreiranu za specifične projekte sa razvojnim ciljem. „Buy back“ obveznica, kao nov i nepoznat instrument na tržištu kapitala BiH, predstavlja inovaciju koja može biti efikasan instrument za razvoj tržišta kapitala, postupno sprovođenje privatizacije u strateškim sektorima, prilagođavanje kompanija novim izvorima kapitala, dovoljna sigurnost i zaštita investitorima u vrijednosne papire. Sistem „buy back“ obveznica pruža mnoštvo poslovnih kombinacija i njihovo prilagođavanje poslovnom okruženju. „Buy back“ obveznice predstavljaju alternativu kreditnom zaduživanju kod bankarskog sektora i na taj način jača konkurenciju na finansijskom tržištu.

Instrumenti kao što su „zlatne dionice“, varanti, konvertibilije i opcije, pridruženi ili izvedeni iz osnovnih vrijednosnih papira pružaju bezbroj poslovnih kombinacija i predstavljaju efikasne alate za sprovođenje razvojnih ciljeva. Sadašnja globalna kriza pred finansijsko tržište postavila je izazov iznalaženja novih instrumenata za prevazilaženje iste. Praksa i iskustvo su pokazali da su inovacije na finansijskom tržištu jedan od ključnih faktora za razvoj privrede i društva.

Korišćenjem i primjenom naučnih metoda analize i sinteze, kvantitativne i komparativne metode i metode deskripcije i kompilacije i rezultatima do kojih se došlo u ovom radu potvrđena je hipoteza: *inovacije na tržištu kapitala dovode do jačanja tržišta kapitala i stvaraju uslove za brži ekonomski razvoj*. Budući razvoj tržišta kapitala i BiH privrede, odrediće inventivnost i kreativnost emitenata i države u kreiranju novih instrumenata.

## 6 Literatura

Banjalučka berza ([www.blberza.com](http://www.blberza.com))

Breley Myers M. (2007). *Osnove korporativnih financija*, peto izdanje. MATE: Zagreb.

Centralna banka BiH ([www.cbbh.ba](http://www.cbbh.ba))

Centralni registar hartija od vrijednost RS ([www.crhovrs.org](http://www.crhovrs.org))

Drucker P. F. (1996). *Inovacije i preduzetništvo-praksa i načela*. Sarajevo: MAG.

EBRD ( [www.ebrd.com](http://www.ebrd.com) )

Evropska Banka za obnovu i razvoj (EBRD). (2010). *Strategija za Bosnu i Hercegovinu 2010 – 2013.*

Komisija za hartije od vrijednosti RS ([www.sec.rs.ba](http://www.sec.rs.ba) )

Komisija za vrijednosne papire FBiH ([www.komvp.gov.ba](http://www.komvp.gov.ba) )

Kumalić I. (2012). *Uloga finansijskog tržišta u razvoju energetike kao strateškog sektora u BiH.* Panevropski univerzitet „APEIRON“ Banjaluka (doktorska disertacija).

Kumalić I. (2013). Instrumenti i razvoj tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini. *Poslovni konsultant* br.22, FINconsult, Tuzla, str. 23-29.

Kumalić I. (2013). Razvijenost finansijskog tržišta u Bosni i Hercegovini. *Emc Rewiew* God. III, br. I juni 2013., Panevropski univerzitet „Apeiron“, Banjaluka, str. 57-72.

Miller R. L. & Van Hoose D.D. (1997). *Moderni novac i bankarstvo, 3 izdanje.* Zagreb: MATE.

Mishkin F. S. & Eakins S. G. (2005). *Finansijska tržišta i institucije.* Zagreb: MATE.

Orsag S. (2011). *Vrijednosni papiri, investicije i instrumenti finansiranja.* Sarajevo: Revicon.

Registar vrijednosnih papira FBiH ([www.rvp.ba](http://www.rvp.ba) )

Sarajevska berza ([www.sase.ba](http://www.sase.ba))

Šonje V. (2005). *Veza koja nedostaje.* Zagreb: Arhivanalitika.

Van Horne J. C., & Walchowich J. M. (2002). *Osnove finansijskog menadžmenta,* deveto izdanje. MATE: Zagreb.

Zakon o bankama (Sl.Nov.FBiH 39/98, 32/00, 48/01, 41/02),

Zakon o komisiji za vrijednosne papire (Sl. novine F BiH, 39/98 i 36/99 ),

Zakon o registru vrijednosnih papira (Sl. novine F BiH,39/98 i 36/99).

Zakon o tržištu hartija od vrijednosti (Sl. glasnik RS, 92/06 i 34/09

Zakon o tržištu vrijednosnih papira (Sl. Novine F BiH, 85/08).



